

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku vybranými metodami

Valuation of the Company by Selected Methods

Student: Bc. Martina Zbončáková

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2016

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Martina Zbončaková**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Téma: **Ocenění podniku vybranými metodami**
Valuation of the Company by Selected Methods
Jazyk vypracování: **čeština**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniků
 3. Charakteristika oceňovaného podniku
 4. Aplikace a komparace vybraných metod oceňování
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 978-04-71751-21-2.
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN: 978-80-86929-68-2.
MARÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

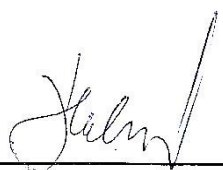
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

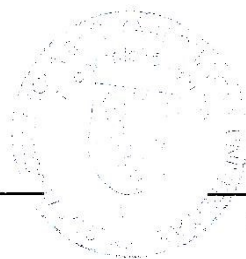
Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 22.04.2016


Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty



„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 22.4.2016

Zbončáková Martina

Bc. Martina Zbončáková

Poděkování

„Děkuji prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za pomoc při vedení diplomové práce, především za cenné rady, vstřícnost při konzultacích, čas a trpělivost, kterou mi věnovala při zpracování této práce.“

Obsah

Obsah	3
1. Úvod	6
2. Teoretická východiska oceňování podniků	8
2.1 Vymezení základních pojmů	8
2.2 Hodnota podniku a její kategorie	9
2.3 Postup při oceňování	11
2.3.1 Sběr vstupních dat	11
2.3.2 Strategická analýza	12
2.3.3 Finanční analýza	13
2.3.4 SWOT analýza	20
2.3.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	20
2.3.6 Finanční plán	21
2.4 Stanovení nákladů kapitálu	23
2.4.1 Náklady na celkový kapitál	23
2.4.2 Náklady na cizí kapitál	24
2.4.3 Náklady na vlastní kapitál	24
2.5 Metody ocenění	28
2.5.1 Majetkové metody	29
2.5.2 Výnosové metody	30
2.5.3 Komparativní metody	36
2.5.4 Kombinované metody	36
2.6 Citlivostní analýza	37
3. Charakteristika oceňovaného podniku	38
3.1 Základní charakteristika společnosti Nekupto s.r.o.	38
3.2 Strategická analýza	40
3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu	40

3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu	47
3.2.3 Prognóza tržeb	50
3.3 Finanční analýza	51
3.3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy	51
3.3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát	55
3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů	57
3.4 SWOT analýza	66
3.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	67
3.5.1 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření	68
3.6 Finanční plán	69
3.6.1 Plán tržeb a provozní ziskové marže	69
3.6.2 Plán čistého pracovního kapitálu	70
3.6.3 Plán investic	73
3.6.4 Plán financování	74
3.6.5 Plán výkazu zisků a ztrát	75
3.6.6 Plán výkazu cash-flow	76
3.6.7 Plán rozvahy	77
4. Aplikace a komparace vybraných metod oceňování	78
4.1 Stanovení nákladů kapitálu	78
4.2 Propočet NOA a určení NOPAT	82
4.3 Ocenění metodou DCF-Entity	84
4.3.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku zjištěné metodou DCF-Entity	85
4.4 Ocenění metodou EVA-Entity	88
4.4.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku zjištěné metodou EVA-Entity	89
4.4.2 Komparace a zhodnocení výsledků	91
5. Závěr	93
Seznam použité literatury	95

Seznam zkratk.....	98
---------------------------	-----------

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

1. Úvod

Oceňování podniku je nedílnou součástí finančního řízení a rozhodování firem, jenž v poslední době nabývá na významu. Fúze či akvizice jednotlivých společností, rozvinutost a globalizace finančních trhů může stále více zvyšovat náročnost stanovení jejich hodnoty coby předpokladu pro jednání o prodejní ceně. Důvodem k oceňování podniků může být nejen jeho koupě či prodej, nýbrž i vstup podniku na kapitálový trh, žádost o poskytnutí bankovního úvěru a další.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Nekupto s.r.o. k 1. 1. 2016 s využitím dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků *DCF-Entity* a dvoufázové metody ekonomické přidané hodnoty *EVA-Entity*, které patří do skupiny výnosových metod. Ocenění vychází z podnětu vlastníka společnosti, přičemž hlavním důvodem je zjištění pravděpodobné prodejní ceny v případě, že by v budoucnu zvažoval jeho prodej.

Práce je mimo úvod a závěr rozdělena do tří stěžejních kapitol. V první z nich, která se týká problematiky oceňování podniku, jsou nejprve vysvětleny základní pojmy související s oceňováním podniku, včetně vymezení kategorií hodnoty. Velká část kapitoly je věnována popisu postupu oceňování, především pak strategické a finanční analýze. Dále jsou vyjmenovány jednotlivé druhy nákladů kapitálu, včetně nejrozličnějších přístupů vedoucích k jejich stanovení. Poté je pozornost věnována popisu jednotlivých metod pro stanovení hodnoty podniku, poslední tematikou je citlivostní analýza.

V další kapitole je nejprve stručně charakterizována společnost Nekupto s.r.o. V rámci strategické analýzy je zachycen vývoj relevantního trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Na tento trh ve velké míře působí nejrozličnější makroekonomické faktory, proto je pozornost věnována i jejich vývoji v čase. Výstupem strategické analýzy je prognóza tržeb s ohledem na dosavadní tempa růstu podniku a v závislosti na konkurenčním prostředí a makroekonomických podmínkách. Jelikož výnosové metody staví na předpokladu nekonečného trvání společnosti, musí být rovněž pro posouzení finančního zdraví podniku provedena finanční analýza. Veškeré silné či slabé stránky, příležitosti a hrozby vyplývající z finanční i strategické analýzy jsou součástí tzv. SWOT analýzy. Poslední část je věnována tvorbě finančního plánu na čtyři roky dopředu, který tvoří podstatnou úlohu v procesu ocenění výnosovými metodami.

V poslední kapitole jsou nejprve stanoveny náklady kapitálu pomocí stavebnicové metody, rovněž je vyčíslena hodnota čistých operačních aktiv a operačního zisku po zdanění. Následuje samotné ocenění oběma výše uvedenými metodami. Vycházeno je přitom ze stejných vstupních veličin, což by mělo zajistit rovnost obou metod. Poté je provedena citlivostní analýza pro metodu *DCF-Entity* i *EVA-Entity*. Na závěr je provedena vzájemná komparace metod a zhodnocení dosažených výsledků.

2. Teoretická východiska oceňování podniků

V rámci kapitoly je popsána problematika oceňování podniků z teoretického hlediska. Nejprve je vysvětlen pojem podnik v pojetí, v jakém jej chápou oceňovatelé v běžné praxi. Dále jsou představeny důvody pro ocenění podniků, předpisy související s oceňováním, v neposlední řadě jsou zde pak vysvětleny jednotlivé kategorie hodnoty. Závěr kapitoly je věnován popisu postupu při oceňování končícímu popisem jednotlivých metod oceňování.

K vypracování této kapitoly byly použity zejména informace z publikací Brealey a Meyers (2014), Copeland, Koller a Murrin (2000), Damodaran (2011), Dluhošová (2010), Kislingerová (2005), Mařík (2011), Neumaierová a Neumaier (2002).

2.1 Vymezení základních pojmů

Předmětem ocenění v této práci je podnik. Charakteristika podniku se v různých zdrojích liší, nicméně pro oceňovatele má největší význam definice, kdy je podnik chápán jako „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, §5). V souvislosti s přijetím tzv. nového občanského zákoníku, který vešel v účinnost v roce 2014, došlo ke změně názvosloví, přičemž pojem podnik byl nahrazen pojmem obchodní závod. Dle zákona č. 89/2012 Sb, občanského zákoníku, §502 je obchodní závod definován jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu“. Lze vidět, že původní definice podniku se mírně liší, nicméně podstata zůstává zachována, a tudíž v práci bude i nadále používáno slovo podnik, které je v praxi oceňovatelů stále hojně využíváno.

Důvody pro ocenění podniku je možno rozdělit do dvou základních skupin v závislosti na tom, zda ocenění souvisí či nesouvisí s vlastnickými změnami. V prvním případě se jedná kupříkladu o stanovení odhadu hodnoty pro účely koupě či prodeje podniku, nepeněžitého vkladu do obchodní společnosti, fúze nebo rozdělení společností. Do druhé skupiny jsou pak řazeny takové případy, jako je změna právní formy společnosti, poskytnutí úvěru nebo sanace podniku.

V České republice v současnosti neexistuje žádný obecně závazný předpis či zákon věnující se problematice oceňování. Mezi právní předpisy, kterými se oceňovatelé ve své

praxi řídí, patří především zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a související vyhlášky MFČR, metodický pokyn České národní banky (dříve tzv. ZNAL ČNB), Evropské oceňovací standardy (EVS), Mezinárodní oceňovací standardy (IVS). Dále je možno vzít v potaz některá doporučení platná v zahraničí, například americké oceňovací standardy US PAP či německý standard IDW S1.

Problematikou oceňování se v České republice zabývají znalci a odhadci majetku. Mezi těmito dvěma skupinami je značný rozdíl. Znalci se řídí zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, jsou jmenováni ministrem spravedlnosti či předsedou krajského soudu. Bývají zpravidla využíváni jako procesní účastníci u soudu předkládající svůj názor podložený odborností a zkušeností k danému problému, rozhoduje však soud. Naproti tomu odhadci jsou podnikatelé. Jedná se o živnost volnou, což znamená, že každý občan, který je plnoletý, bezúhonný a způsobilý k právním úkonům, může vykonávat práci odhadce. Odhadci pracují pro občany a právnické osoby, s nimiž uzavírají smlouvu o dílo či mandátní smlouvu. Nesou plnou odpovědnost za eventuální vady posudku.

2.2 Hodnota podniku a její kategorie

Nejprve je nutno zmínit základní rozdíl mezi cenou a hodnotou. Cena je konkrétní zaplacená částka za podnik v daném místě a čase, která je určena nabídkou a poptávkou na daném trhu, rovněž fází vývoje ekonomiky, strategií vyjednávání či jinými faktory. Hodnotou nebo též tzv. objektivizovanou hodnotou se pak rozumí částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu, kolem níž by se měla pohybovat cena. Stanovení hodnoty je přitom hlavním cílem ocenění. Podnik je možno oceňovat na hladině brutto, což je ocenění podniku jako celku důležité jak pro vlastníky, tak pro věřitele, nebo na hladině netto, kdy se jedná o stanovení hodnoty na úrovni vlastníků a oceňován je pouze vlastní kapitál.

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy vlastníků či všech investorů diskontovanými na jejich současnou hodnotu. U většiny podniků se předpokládá tzv. going concern, tzn. jejich nekonečné trvání, jejich budoucí příjmy však nelze objektivně určit, nýbrž pouze odhadnout. Z tohoto důvodu není možno sestavit jednoznačný algoritmus umožňující určení hledané hodnoty. Tato je pak závislá jak na účelu ocenění, tak na subjektu, z jehož hlediska je určována. Lze rozlišit čtyři základní kategorie hodnoty, kterými jsou tržní, subjektivní, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota je definována Mezinárodními oceňovacími standardy jako „*odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ (Mařík, 2011, s. 22). Odhadnutou částkou se přitom rozumí taková cena, která je nejlepší rozumně dostupnou cenou pro prodávajícího a nejvýhodnější rozumně dostupná cena pro kupujícího. Tržní ocenění je využíváno při uvádění podniku na burzu nebo jeho prodeji, kdy není znám konkrétní vlastník.

Subjektivní (investiční) hodnotou se rozumí hodnota z hlediska konkrétního kupujícího, je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami subjektu (investora či třídy investorů), z jehož hlediska je sestavena. Tato hodnota majetkového aktiva pak může být vyšší nebo nižší než jeho tržní hodnota. Rozdíly mezi investiční a tržní hodnotou mohou být dány například odlišným postojem k riziku, než je obvyklé v tržním prostředí, záměrem investora proniknout na nové trhy či jeho očekáváním synergického efektu ze zamýšlené transakce. Subjektivní hodnotu je vhodné použít například v případě, kdy chce subjekt zjistit, zda je pro něj koupě nebo prodej podniku výhodná či nikoliv. Rovněž lze využít při rozhodování mezi sanací a likvidací. V tomto případě je porovnávána hodnota podniku v případě, že subjekt bude ve své činnosti nadále pokračovat, s hodnotou likvidační.

Objektivizovanou hodnotu je možno považovat za protiklad hodnoty subjektivní. Dle německých oceňovacích standardů je tato charakterizována jako „*typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“ (Mařík, 2011, s. 27). Předpoklad pokračování podniku v nezměněném konceptu je zde zásadní, neboť v některých případech mohou být rozdíly mezi tržní a objektivizovanou hodnotou stírány, kupříkladu při využití tržních dat z kapitálového trhu. Nicméně zatímco objektivizovaná hodnota staví na předpokladu setrvání v dosavadním konceptu podniku, u hodnoty tržní mohou být brány v potaz jeho předpokládané zásadní změny, jsou-li tyto akceptovány trhem. Objektivizovaná hodnota často staví na typizaci či uzancích, a to především v případech, kdy dostupná data nejsou k dispozici či není zcela jasné, jaký zdroj dat použít. Tuto lze využít pro zjištění současné reálné bonity podniku či v situacích, kdy podnik žádá o bankovní úvěr.

Kolínská škola je přístupem založeným na syntéze předchozích přístupů. Vychází ze skutečnosti, že trh s podniky v evropském prostředí má mnoho omezení, a tudíž je problematické hovořit o tržní hodnotě. Z tohoto důvodu je Kolínská škola založena na subjektivním postoji, přičemž zastává názor, že ocenění má smysl modifikovat pouze v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Těmto funkcím pak odpovídají i odlišné kategorie hodnoty. Jedná se o funkci daňovou, komunikační, poradenskou, rozhodčí a argumentační. Smyslem daňové funkce je poskytnutí podkladů pro daňové účely, smyslem funkce komunikační pak poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností. Poradenská funkce spočívá v určení maximální ceny pro kupujícího a minimální ceny pro prodávajícího takovým způsobem, aniž by jedna ze zúčastněných stran na transakci prodělala. Posláním oceňovatele v rozhodčí funkci je nalezení spravedlivé hodnoty v rámci odhadnutého rozpětí, ve funkci argumentační pak hledání takových argumentů, které mají zlepšit pozici dané strany.

2.3 Postup při oceňování

Při ocenění je nezbytné uvést, z jakého důvodu je toto prováděno, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena, v neposlední řadě pak k jakému datu hodnota platí. Mezi základní kroky při oceňování patří: sběr vstupních dat, strategická analýza, SWOT analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, a finanční plán. Následuje stanovení nákladů kapitálu a vlastní ocenění podniku. Na závěr oceňovacího procesu nesmí být opomenuta citlivostní analýza.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Nedílnou součástí každého ocenění je sběr vstupních dat. Je nezbytné získat co nejvíce relevantních informací o podniku, jakými jsou především název, právní forma a předmět podnikání, IČ, organizační struktura, v neposlední řadě pak alespoň stručná historie podniku. Pro správné stanovení odhadu hodnoty je důležité vycházet z nejrůznějších ekonomických dat, ať už se jedná o účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů či podnikové plány. Každý oceňovatel by měl rovněž zjistit co nejvíce informací týkajících se velikosti a vývoje trhu, na kterém se daný podnik pohybuje, přímé konkurence, hlavních produktů, jejich cen a kvality, výše prostředků určených na reklamu, výzkum a vývoj. Neméně důležité jsou informace o stavu dlouhodobého majetku a plánovaných investicích, charakteru výroby či struktuře dodavatelů. Opomíjena by rovněž neměla být situace na trhu práce, personální náklady či struktura pracovníků podniku a jejich produktivita práce v porovnání s konkurencí.

2.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza patří k základní fázi oceňovacího postupu. Jejím hlavním cílem je vymezení celkového výnosového potenciálu daného podniku, který je podmíněn jeho vnějším i vnitřním potenciálem, a dlouhodobé perspektivy podniku, včetně identifikace rizikových faktorů na něj působících.

Analýza vnějšího potenciálu vychází z makroprostředí, v němž se podnik pohybuje. Jedním z důležitých kroků je jasné vymezení relevantního trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, a to z hlediska produktu, území, zákazníků i konkurence. Velikost trhu je zpravidla dána velikostí celkového prodeje či spotřeby. Pro správnou prognózu budoucího vývoje relevantního trhu je nezbytná znalost co nejdélejší časové řady jeho vývoje, pracuje se zpravidla s minimálně pětiletým obdobím. Údaje lze získat z databází ČSÚ, MPO, případně ČNB či oborových sdružení. Dalším krokem je podrobnější kvalitativní hodnocení trhu prostřednictvím analýzy atraktivity, která by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem. Základními sledovanými kritérii jsou přitom růst a velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, bariéry vstupu, struktura zákazníků a citlivost daného trhu na konjunkturu. Výstupem analýzy vnějšího potenciálu by měla být prognóza vývoje relevantního trhu na základě rozboru hlavních faktorů působících na jeho vývoj. Může se jednat o faktory národohospodářské (HDP, celková průmyslová výroba, spotřeba), obecné faktory poptávky (příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich demografická struktura) nebo faktory specifické (spotřební zvyklosti, módní trendy). Využít lze přitom řadu statistických metod, přičemž pro odhad budoucího vývoje trhu bude v rámci této práce využita regresní analýza.

Výstupem **analýzy vnitřního potenciálu** je prognóza tržního podílu oceňovaného podniku. Na základě analýzy by mělo být možné posoudit, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Nejprve je nezbytné stanovit tržní podíl oceňovaného podniku za určité období. V případě, že nelze určit velikost relevantního trhu, je možno tržní podíl určit jako podíl tržeb podniku na součtu tržeb hlavních konkurentů. V rámci analýzy vnitřního potenciálu by měl oceňovatel brát v úvahu nejen fázi životního cyklu podniku, nýbrž i faktory ovlivňující tržní podíl. Tyto faktory se dělí na přímé a nepřímé. Mezi přímé faktory patří kvalita a technická úroveň podniků, ceny, dostupnost, propracovaná distribuce, reklama, image firmy a další. Nepřímé faktory jsou takové, které zákazník přímo nevidí, nicméně ty mají výrazný vliv na

konečný výsledek. Je zde zpravidla řazen management, výkonný personál, inovace a investice. Výsledkem analýzy může být diagram konkurenční síly podniku.

Prognóza tržeb by měla vycházet z obou výše popsaných analýz, přičemž možnosti, jak stanovit výši tržeb pro plánované období, je několik. V rámci této práce bude vycházeno z tempa růstu zjištěného dle vzorce:

$$\Delta T_1 = \Delta RT + \Delta TP + \Delta RT \cdot \Delta TP, \quad (2.1)$$

kde ΔT_1 je tempo růstu tržeb oceňovaného podniku, ΔRT tempo růstu relevantního trhu a ΔTP tempo růstu tržního podílu oceňovaného podniku.

Dále je nutno takto zjištěné tempo růstu porovnat s historickým vývojem tržeb oceňované společnosti. Pokud se tato dvě tempa značně odlišují, je žádoucí udělat korekci, např. prostřednictvím váženého průměru obou přístupů:

$$\Delta T = \Delta T_1 \cdot w_1 + \Delta T_2 \cdot w_2, \quad (2.2)$$

kde ΔT je výsledné tempo růstu tržeb, které bude použito pro prognózu, ΔT_1 tempo růstu tržeb oceňovaného podniku vyplývající z analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu, ΔT_2 tempo růstu dle historického vývoje tržeb oceňované společnosti, w_1 a w_2 pak váhy přiřazené jednotlivým výsledkům. Přitom platí, že součet vah je roven jedné.

2.3.3 Finanční analýza

Finanční analýza slouží k posouzení finančního zdraví oceňovaného podniku a případné přípravě opatření ke zlepšení jeho ekonomické situace. V procesu ocenění hraje významnou roli, především při použití výnosových metod stavějících na předpokladu nekonečného trvání podniku. Má-li podnik fungovat i do budoucna, je nezbytné, aby byl dostatečně rentabilní, likvidní a přiměřeně zadlužený.

Výchozím bodem finanční analýzy je horizontální a vertikální rozbor finančních výkazů, nejčastěji rozvahy, výkazu zisků a ztrát, případně výkazu o peněžních tocích. Zatímco v případě horizontální analýzy je sledován vývoj dané položky výkazu ve vztahu k minulému období, u vertikální analýzy dochází ke vztažení dané veličiny k nějakému celku, např. celkové bilanční sumě. Metodický postup, kdy je prováděna horizontální či vertikální analýza, je obecně označován jako procentní rozbor. Další využívanou metodou finanční analýzy je tzv. poměrová analýza, na základě níž jsou systematicky analyzovány soustavy

vybraných poměrových ukazatelů, které jsou členěny do několika skupin. Jsou rozlišovány ukazatele finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. U podniků, které existují ve formě akciové společnosti, je rovněž možno využít ukazatele s využitím kapitálového trhu. Jelikož oceňovaný podnik v této práci má formu společnosti s ručením omezeným, tyto nebudou používány, a tudíž ani blíže rozebírány.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Tato skupina ukazatelů je zaměřena na sledování poměru mezi cizími a vlastními zdroji podniku. Jedním z nejdůležitějších ukazatelů finanční stability je **podíl vlastního kapitálu na aktivech**, u něhož je žádoucí jeho růst v čase, jelikož tento značí upevňování finanční samostatnosti oceňovaného podniku. Ukazatel má následující tvar:

$$\frac{VK}{A}, \quad (2.3)$$

kde VK představuje vlastní kapitál, A celková aktiva.

Dalším ukazatelem z této skupiny je **stupeň krytí stálých aktiv**, kdy je do poměru dáván dlouhodobý kapitál ve vztahu ke stálým aktivům podniku. Hodnota ukazatele by měla být minimálně ve výši sta procent, což znamená pokrytí veškerých stálých aktiv dlouhodobým kapitálem. Konstrukce ukazatele vypadá následovně:

$$\frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{SA}, \quad (2.4)$$

kde položka *dlouhodobý kapitál* zahrnuje vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál, SA označuje stálá aktiva.

Ukazatel **celkové zadluženosti** představuje podíl celkových závazků podniku k celkovým aktivům a vzorec pro výpočet má tvar:

$$\frac{CK}{A}, \quad (2.5)$$

kde CK je cizí kapitál, A celková aktiva. Na tomto místě je nezbytné zdůraznit fakt, že zadluženost sama o sobě nepředstavuje negativní charakteristiku podniku a možnost budoucích problémů se solventností, ba naopak. Pokud je podnik dostatečně finančně stabilní, může zadluženost prostřednictvím působení tzv. **finanční páky** (převrácená hodnota

ukazatele celkové zadluženosti) přispívat k růstu jeho rentability, potažmo jeho tržní hodnoty. Platí totiž, že financování pomocí cizího kapitálu je pro podnik levnější než v případě financování převážně vlastními zdroji, které jsou z důvodu jejich nekonečné doby splatnosti daleko dražší. Přesto je žádoucí celkovou zadluženost v čase snižovat.

V rámci ukazatelů zadluženosti lze sledovat rovněž ukazatel **zadluženosti vlastního kapitálu**, jehož hodnota by se optimálně měla pohybovat v rozmezí 80 - 120 %. Tento má následující tvar:

$$\frac{CK}{VK}, \quad (2.6)$$

kde *CK* značí cizí kapitál, *VK* pak kapitál vlastní.

Ukazatelem **úrokového krytí** lze zjistit, do jaké míry jsou úroky kryty vytvořeným provozním ziskem. Hodnota ukazatele vyšší než 100 % znamená, že podnik je schopen efektivně hospodařit a po úhradě úroků mu zbývá stále dosti velká část provozního zisku pro financování ostatních podnikových aktivit. V opačném případě, kdy hodnota ukazatele klesne pod hranici 100 %, podnik nedokáže vydělat ani na úroky. Vzorec pro výpočet vypadá takto:

$$\frac{EBIT}{\text{úroky}}, \quad (2.7)$$

kde *EBIT* představuje zisk před zdaněním a úroky.

Ukazatel **úrokového zatížení** je převrácenou hodnotou úrokového krytí a vyjadřuje, jakou část zisku odčerpají úroky. Konstrukce ukazatele je následující:

$$\frac{\text{úroky}}{EBIT}, \quad (2.8)$$

kde *EBIT* znamená zisk před zdaněním a úroky.

Ukazatele rentability

Pomocí ukazatelů rentability je možno hodnotit efekt, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Základním ukazatelem této skupiny je ukazatel **rentability aktiv ROA**, který poměřuje zisk s celkovými aktivy vloženými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Ukazatel má následující podobu:

$$\frac{EBIT}{A}, \quad (2.9)$$

kde *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky, který není ovlivněn změnami daňových či úrokových sazeb ani podílem úročených cizích zdrojů, *A* jsou celková aktiva.

K mezipodnikovému porovnávání se často využívá ukazatel **rentability dlouhodobých zdrojů *ROCE***, který lze zjistit se vztahu:

$$\frac{EBIT}{VK + \text{dlouhodobý cizí kapitál}}, \quad (2.10)$$

kde *EBIT* vyjadřuje zisk před zdaněním a úroky, *VK* vlastní kapitál.

Celková výnosnost vlastních zdrojů je vyjádřena ukazatelem **rentability vlastního kapitálu *ROE***. Žádoucím trendem je zvyšování tohoto ukazatele, které může být způsobeno hned z několika důvodů. Může jít například o zvýšení čistého zisku společnosti, pokles úrokové míry cizího kapitálu či snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu. Pokles ukazatele znamená chybnou investiční politiku společnosti spočívající v kumulaci nerozděleného zisku minulých účetních období a s tím související zvyšující se podíl vlastního kapitálu na celkových zdrojích. Společnost tak nechává zahálet volné finanční prostředky, které by mohla jinak dále zhodnocovat, například prostřednictvím kapitálového trhu. Ukazatel má následující tvar:

$$\frac{EAT}{VK}, \quad (2.11)$$

kde *EAT* je čistý zisk po zdanění, *VK* vlastní kapitál.

Neméně důležitým a hojně využívaným ukazatelem je **rentabilita tržeb *ROS***. Tento ukazatel je vhodné využít především v rámci mezipodnikového srovnání a srovnání v čase. Čím vyšších hodnot je dosahováno, tím vyšší finanční úrovně podnik dosahuje. Rentabilita tržeb lze vypočíst dle vzorce:

$$\frac{EAT}{T}, \quad (2.12)$$

kde *EAT* představuje čistý zisk po zdanění, *T* tržby společnosti.

Ukazatele likvidity

Likviditou se rozumí schopnost podniku hradit své závazky v dané výši a v daném čase a získat tak dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Základním ukazatelem je ukazatel **celkové likvidity**, prostřednictvím kterého je poměřován objem oběžných aktiv s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5, nejdůležitější je však srovnání s podniky s obdobným charakterem činnosti či s průměrem odvětví. Ukazatel celkové likvidity vypadá následovně:

$$\frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}, \quad (2.13)$$

kde OA jsou oběžná aktiva, krátkodobý cizí kapitál je představován závazky z obchodního vztahu a krátkodobými bankovními úvěry.

Ukazatel **pohotové likvidity** eliminuje některé slabiny předchozího ukazatele, které spočívají v nenaplnění předpokladu, že veškerá oběžná aktiva bude možno v krátkém čase přeměnit v hotovost. Při výpočtu celkové likvidity není respektována struktura oběžných aktiv z hlediska jejich likvidity či struktura závazků dle jejich splatnosti. Ukazatel může být rovněž ovlivněn způsobem ocenění jednotlivých složek oběžných aktiv, například zásob. Obecně je doporučováno, aby se hodnota ukazatele pohotové likvidity pohybovala v rozmezí 1,0 až 1,5, opět za předpokladu zohlednění srovnatelných podniků. Konstrukce ukazatele vypadá následovně:

$$\frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}, \quad (2.14)$$

kde OA představují oběžná aktiva po odečtení zásob (tzn. pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky po korekci opravnou položkou k pohledávkám).

Při využití ukazatele **okamžité likvidity** je již v čitateli zlomku pracováno pouze s nejlikvidnějšími oběžnými aktivy podniku, kterými jsou peníze v hotovosti či na běžném účtu a šeky. Vzorec pro výpočet okamžité likvidity má tvar:

$$\frac{PP}{CKkr.}, \quad (2.15)$$

kde *PP* jsou pohotové platební prostředky, *CKkr.* krátkodobý cizí kapitál.

Mezi ukazatele likvidity je rovněž řazen ukazatel **čistého pracovního kapitálu ČPK** představující část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Jedná se tak o tu část oběžného majetku, která je finančně kryta dlouhodobými zdroji. ČPK lze vypočíst dvěma způsoby, a sice jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků či jako rozdíl dlouhodobých zdrojů a stálých aktiv:

$$\text{ČPK} = OA - \text{krátkodobé závazky}, \quad (2.16)$$

$$\text{ČPK} = \text{dlouhodobé zdroje} - SA, \quad (2.17)$$

kde *OA* značí oběžná aktiva a *SA* stálá aktiva.

Ukazatele aktivity

Skupina poměrových ukazatelů aktivity zahrnuje ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách krátkodobých i dlouhodobých aktiv. Jedná se ukazatele doby obratu nebo rychlosti obratu. **Rychlost obratu celkových aktiv** vyjadřující intenzitu využití celkového majetku lze vypočíst dle vzorce:

$$\frac{T}{A}, \quad (2.18)$$

kde *T* jsou tržby, *A* celková aktiva. Obdobně by bylo možno zjistit rychlost obratu jednotlivých složek aktiv jejich prostým dosazením do jmenovatele uvedeného zlomku.

Co se týče ukazatele **doby obratu**, tento vyjadřuje, za jak dlouho dojde v podniku k obratu daného aktiva (případně závazku) ve vztahu k tržbám. V praxi se nejčastěji používá doba obratu celkových aktiv, zásob, pohledávek nebo závazků. Obecný vzorec doby obratu lze vyjádřit vztahem:

$$\frac{x \cdot 360}{T}, \quad (2.19)$$

kde *x* představuje danou položku (celková aktiva, zásoby, pohledávky, či závazky), jejíž doba obratu je zjišťována, *T* tržby podniku. Výsledná hodnota je ve dnech.

V souvislosti s ukazateli aktivity se často hovoří o tzv. **pravidlu solventnosti**, které dává do vzájemného vztahu dobu obratu pohledávek a dobu obratu závazků, přičemž platí, že doba obratu pohledávek by měla být kratší než doba obratu závazků.

Mimo jednotlivých skupin poměrových ukazatelů se pro hodnocení finanční situace a výkonnosti podniku používají specifické modely, jejichž smyslem je vyjádřit finanční úroveň podniku jedním číslem. Lze rozlišovat tzv. bankrotní a bonitní modely. Zatímco bankrotními modely je hodnocena možnost úpadku firem, u bonitních je hodnocena možnost zhoršení jejich finanční situace. V rámci této práce bude použit tzv. **index důvěryhodnosti IN05** manželů Inky a Ivana Neumaierových, odrážející zvláštnosti českých účetních výkazů a ekonomické situace v České republice. Ukazatel je českými ekonomy dlouhodobě považován pro hodnocení českých podniků jako nejvhodnější. Index *IN05* má následující podobu:

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{T}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ} \quad (2.20)$$

kde *A* představují aktiva, *CZ* cizí zdroje, *EBIT* hospodářský výsledek před zdaněním a úroky, *U* nákladové úroky, *T* tržby, *OA* oběžná aktiva a *KZ* krátkodobé závazky včetně krátkodobých bankovních úvěrů a výpomocí.

U podniku s dobrým finančním zdravím, které tvoří hodnotu, je index větší než 1,6, pokud však tento klesne pod 0,9, znamená to, že podnik hodnotu netvoří. Hodnoty mezi 0,9 a 1,6 jsou tzv. zónou nevyhraněných výsledků a vyskytují se u takových podniků, které by mohly být ohroženy do budoucna.

Druhým modelem, který bude v rámci této práce použit, je **Z-Score** Altmanův model *Z*, který je řazen do skupiny bankrotních modelů. Tento má několik modifikací, jak pro podniky s akciemi obchodovanými na burze, tak pro společnosti s ručením omezeným. Oceňovaný podnik má podobu s.r.o., bude tudíž vycházeno z této formule:

$$Z = 0,717 \cdot \frac{PK}{A} + 0,847 \cdot \frac{NZ}{A} + 3,107 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,420 \cdot \frac{VK}{dluhy} + 0,998 \cdot \frac{T}{A}, \quad (2.21)$$

kde *PK* představuje pracovní kapitál, *A* aktiva, *NZ* nerozdělený zisk, *EBIT* hospodářský výsledek před zdaněním a úroky, *VK* účetní hodnotu vlastního kapitálu, *T* tržby. Položka *dluhy* v sobě zahrnuje dlouhodobé i krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci.

V případě dobré finanční situace podniku je hodnota indexu vyšší než 2,9, pokud tato klesne pod 1,2, jedná se o společnost s vysokou pravděpodobností bankrotu. Rozmezí 1,2 až 2,9 je nazýváno šedou zónou nevyhraněných výsledků.

2.3.4 SWOT analýza

SWOT analýza je metoda, pomocí níž lze přehledně identifikovat silné (**Strengths**) a slabé (**Weaknesses**) stránky, které jsou reakcí na příležitosti (**Opportunities**) a hrozby (**Threats**). Zatímco silné a slabé stránky jsou výsledkem analýzy vnitřního potenciálu či finanční analýzy a jsou interní záležitostmi daného podniku, příležitosti a ohrožení vycházejí z analýzy vnějšího potenciálu, jejich původcem je prostředí vnější.

Při analýze **silných a slabých stránek**, jejímž cílem je maximalizace silných a zároveň eliminace slabých stránek, je potřeba se zaměřit především na tržní pozici daného podniku, personální vybavení, technickou či technologickou úroveň, dodavatele, marketing, vztahy se zákazníky, financování podniku aj. Všechny tyto faktory se posuzují vzhledem ke konkurenci – v oblastech, ve kterých oceňovaný podnik stojí nad konkurencí, jsou jeho silné stránky, a naopak v tom, v čem byl podnik předešnán konkurencí, spočívají jeho slabé stránky. Při analýze jsou brány v potaz významnosti a váhy jednotlivých aspektů.

Příležitosti a hrozby, na rozdíl od silných a slabých stránek, leží mimo kontrolu podniku. Nelze je maximalizovat či minimalizovat, je možné pouze zvýšit nebo snížit jejich vliv na oceňovaný podnik. Cílem je maximální využití příležitostí podniku pro posílení jeho pozice na trhu. Při analýze vnějšího prostředí je pozornost zaměřena především na demografické, ekonomické či kulturní faktory, politické a legislativní vlivy, v neposlední řadě pak na technické či technologické prostředí, potenciální konkurenci.

2.3.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Součástí každého ocenění by mělo být, pokud je to alespoň trochu možné, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Aktiva provozně potřebná jsou taková aktiva, která jsou nezbytná pro základní fungování podniku, všechna ostatní aktiva jsou pak provozně nepotřebná neboli neprovozní. Tato zpravidla zůstávají nevyužita a firmě z nich plynou velmi malé, často nulové příjmy spojené s vyšším rizikem. Z tohoto důvodu je nutné oceňovat neprovozní majetek odděleně od provozního, přičemž jeho hodnota je na závěr přičtena k hodnotě provozní části podniku. Do kategorie provozně nepotřebného majetku jsou řazeny například krátkodobé cenné papíry mající charakter strategické rezervy nebo peněžní

prostředky držené nad úroveň vyšší, než je z hlediska provozu nutné. Dále se jedná například o nevyužívané nebo rekreační pozemky, nedobytné pohledávky, nadbytečné kapacity a zásoby, pro které není za daných okolností v podniku využití.

2.3.6 Finanční plán

Finanční plán, který je součástí podnikového plánu, je komplexním prostředkem pro rozhodování o budoucnosti zachycující všechny stránky hospodářské činnosti podniku. Skládá se ze tří stěžejních výkazů, a sice z výkazu zisků a ztrát, rozvahy, výkazu peněžních toků. Finanční plán by měl vycházet ze znalosti tržní situace včetně tendencí vývoje do budoucna a zároveň být flexibilním nástrojem řízení společnosti, a tudíž se přizpůsobovat měnícím se podmínkám. Finanční plán je sestavován tzv. rolling způsobem. Jeho nejobecnější zaměření by mělo směřovat na růst tržní hodnoty podniku. Jednou ze zásad finančního plánování je, že zahrnuje všechny podnikové útvary, jednotlivé části plánu musí být časově, věcně i místně sladěny. Plánování představuje systematickou činnost, což znamená, že finanční plán je sestavován metodikou, která se pokud možno nemění. Pro správné finanční plánování je nezbytné dodržování návaznosti krátkodobého a dlouhodobého plánu. Mezi stěžejní položky hlavního provozu podniku, které zásadním způsobem ovlivňují jeho hodnotu (tzv. generátory hodnoty) a tvoří kostru finančního plánu, patří tržby z prodeje hlavních produktů podniku, provozní zisková marže, čistý pracovní kapitál, plán investic a financování.

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Budoucí tržby jsou tak odhadnuty na základě analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu i na základě minulého vývoje (viz kapitola 2.3.2).

Provozní zisková marže je definována jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a tržeb. Doporučuje se navíc vycházet z korigovaného provozního výsledku nejen před daněmi, nýbrž i před odpočtem odpisů, jelikož tyto je vhodné analyzovat a prognózovat až v rámci plánu investic do dlouhodobého majetku. Nejprve je nezbytné za minulé roky vyčíslit z korigovaného provozního výsledku hospodaření ziskovou marži v procentním vyjádření dle vzorce:

$$PZM = \frac{KPVH}{T}, \quad (2.22)$$

kde $KPVH$ značí korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a odpočtem odpisů, T tržby.

Dále je potřeba analyzovat faktory, které měly na provozní ziskovou marži v minulosti vliv, a v souladu s těmito úvahami udělat odhad hodnot ziskové marže do budoucna. Korigovaný provozní výsledek hospodaření v budoucích letech je pak dán jako součin již dříve prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.

Dalším generátorem hodnoty, který je nutno naplánovat, je **čistý pracovní kapitál**. Na úvod je nutno zdůraznit, že pracovní kapitál je pro účely oceňování charakterizován odlišně od toho, který lze prostřednictvím finanční analýzy vypočíst jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých cizích závazků. V tomto případě je od oběžných aktiv odečítána hodnota neúročeného cizího kapitálu (tudíž takový kapitál, u kterého nelze explicitně stanovit náklady – např. úroky). Výpočet upraveného pracovního kapitálu pak bude dán jako součet krátkodobého finančního majetku, zásob, pohledávek, aktivního časového rozlišení a odečtem již zmíněných neúročených závazků a pasivního časového rozlišení. Základním pravidlem je, že výše uvedené veličiny se započítávají jen v provozně nutném rozsahu.

Zatímco provozně nutný krátkodobý finanční majetek lze vypočíst jako součin žádoucí výše likvidity a krátkodobých závazků, u zásob, pohledávek či krátkodobých závazků bude postup o něco složitější. Je to dáno zejména vazbou těchto položek na výkony (tržby) – s růstem výkonů lze očekávat jejich nárůst, naopak s poklesem tržeb mohou klesat. V první řadě je nutné analyzovat náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti, a to například pomocí ukazatele doby obratu ve dnech (2.19). Následně je možné zjistit hlavní příčiny sledovaného vývoje a učinit předpoklady ohledně jejich působení do budoucnosti. V závislosti na tom může být odhadnut vývoj náročnosti výkonů na položky pracovního kapitálu v budoucích letech. Pokud je již známá prognóza tržeb a zároveň jsou odhadnuty doby obratu jednotlivých položek, absolutní hodnotu zásob, pohledávek či krátkodobých závazků lze zjistit ze vztahu:

$$položka = doba\ obratu \cdot \frac{tržby}{360} \quad (2.23)$$

kde *položkou* se rozumí absolutní hodnota zásob, pohledávek nebo závazků. Celkový provozně potřebný pracovní kapitál je pak dán součtem těchto položek včetně odhadnuté výše provozně potřebného krátkodobého finančního majetku.

Investiční plánování je nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty. Vývoj investic, kam jsou řazeny nejen investice do dlouhodobého provozně potřebného majetku,

nýbrž i do výzkumu a vývoje či lidského kapitálu, není plynulý, proto je složitější je extrapolovat. Nicméně pro dlouhodobou životnost podniku je rozhodující, zda si dokáže vydělat na investice, které jsou nezbytné pro jeho přežití. Investice lze prognózovat například na základě konkrétních investičních plánů dané firmy či podle náročnosti minulého vývoje na dlouhodobý majetek. V této práci bude vycházeno z tzv. koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto, který má následující tvar:

$$k = \frac{\Delta DM}{\Delta T}, \quad (2.24)$$

kde ΔDM vyjadřuje změnu dlouhodobého majetku v provozně potřebném rozsahu, ΔT pak změnu tržeb.

Hlavním cílem **plánu financování** je zjistit, zda je v podniku zajištěn dostatek peněžních prostředků pro jeho fungování, případně rozhodnutí o dalším financování podnikových aktivit, a sice o tom, zda budou k financování použity vlastní či cizí zdroje. Optimální kapitálová struktura je přitom taková, kdy jsou průměrné náklady kapitálu $WACC$ minimální. Plán financování zachycuje přijímání, čerpaní a splácení úvěrů i případné změny základního kapitálu.

2.4 Stanovení nákladů kapitálu

Náklady na kapitál představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Z pohledu podniku je lze chápat jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Z pohledu investora jde o požadavek na výnosnost, která musí být firmou dosahována, aby nedošlo k poklesu hodnoty pro investory. Celková výše nákladu kapitálu závisí na riziku jednotlivých aktiv, skládá se z bezrizikové sazby R_F a rizikové prémie R_P .

2.4.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál $WACC$ (*Weighted Average Cost of Capital*) zahrnují dvě složky, a sice náklady na cizí kapitál R_D a náklady na vlastní kapitál R_E . Jelikož ocenění podniku směřuje k ocenění tržnímu, stanovení nákladů kapitálu by mělo být rovněž tržně orientováno. V případě nedostatečné rozvinutosti finančního trhu lze vycházet z dat účetních, je ovšem nutno chápat výsledné údaje pouze jako aproximaci tržním podmínkám. Náklady na celkový kapitál lze vypočítat dle vztahu:

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.25)$$

kde t je sazba daně z příjmu, D úročený cizí kapitál, E vlastní kapitál, $D+E$ pak celkový investovaný kapitál.

2.4.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům. Výše úrokové sazby závisí jak na době splatnosti úvěru, tak na očekávané efektivnosti či bonitě dlužníka. Náklady na cizí kapitál se vyjadřují jako úrok snížený o úspory z daní plynoucích z cizího kapitálu:

$$R_D = i(1-t), \quad (2.26)$$

kde i je úroková míra z dluhu, t je sazba daně z příjmů. Pokud má podnik různou strukturu úvěrů, lze náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb placených z těchto forem cizího kapitálu. V případě externích uživatelů, kteří nemají přístup k interním podnikovým informacím, lze využít odhad získaný jako podíl nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů. V podmínkách rozvinutého kapitálového trhu se náklady dluhu odvozují z tržních cen obligací.

2.4.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na kapitál vlastní jsou zpravidla vyšší než náklady na kapitál cizí. Je to způsobeno jednak odlišným rizikem vlastníka a věřitele, jednak daňovým štítem snižujícím základ daně z příjmů v případě nákladových úroků. Riziko podstupované vlastníkem je vyšší zejména z toho důvodu, že prostředky do podniku vkládá na neomezenou dobu a jeho výnos není dopředu zaručen. Určení nákladů na vlastní kapitál je složitější otázkou než v případě stanovení nákladů dluhu. Pro jejich odhad slouží metody vycházející buďto z tržních nebo účetních dat. Patří sem zejména model oceňování kapitálových aktiv CAPM, arbitrážní model oceňování APM, dividendový model, v neposlední řadě pak stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Tento model představuje tržní přístup ke stanovení nákladů vlastního kapitálu, který je, především v anglosaských zemích, často využívaným modelem pro určení diskontní sazby. Jedná se o jednofaktorový model, jelikož je založený na lineárním vztahu mezi výnosem

daného aktiva a tržního portfolia vyjadřující riziko celého trhu. Model CAPM-SML beta verze má následující tvar:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.27)$$

kde $E(R_E)$ představuje očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F bezrizikovou sazbu, β_E koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Hodnotu beta koeficientu zadlužené firmy β^L v závislosti na beta koeficientu nezadlužené firmy β^U a zadluženosti vlastního kapitálu D/E , pakliže t je daňová sazba, lze získat dle vzorce:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E} \right]. \quad (2.28)$$

Arbitrážní model oceňování APM

Arbitrážní model oceňování je stejně jako CAPM model řazen k tržním přístupům pro stanovení nákladů na vlastní kapitál, na rozdíl od CAPM modelu je však modelem vícefaktorovým. Mezi rizikové faktory v tomto případě patří kupříkladu hrubý domácí produkt, nezaměstnanost, inflace, likvidita, zadluženost firmy aj. Základním předpokladem modelu je nemožnost dosažení arbitrážního zisku a jeho základní podoba je následující:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.29)$$

kde β_{Ej} představuje koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru $E(R_j)$.

Dividendový model

V případě, že podnik má formu akciové společnosti, lze pro ocenění jeho akcií využít dividendový model, kdy za předpokladu konstantní výše dividendy v jednotlivých letech a nekonečné doby držby akcie náklady na vlastní kapitál odpovídají očekávané výnosnosti akcií.

Stavebnicové modely

V rámci použití modelu CAPM se mohou vyskytnout problémy se stanovením beta koeficientu, zejména u společností, které nemají akcie kótovány na burze. Z tohoto důvodu jsou v ekonomikách s nedostatečně rozvinutým kapitálovým trhem využívány spíše stavebnicové modely, kdy jsou náklady vlastního kapitálu určeny jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. V českém prostředí je využíván stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu, přičemž poslední verze modelu vychází z předpokladu *MM II* (model autorů M. Millera a F. Modiglianiho pro vývoj nákladů na kapitál v závislosti na zadluženosti vlastního kapitálu). Náklady celkového kapitálu pro nezadluženou firmu $WACC_U$ mají dle stavebnicové metody tvar:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.30)$$

kde R_F značí bezrizikovou úrokovou míru, $R_{podnikatelské}$ rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ rizikovou přírážku za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} rizikovou přírážku za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy $WACC_L$ dle *MM II* mají tuto podobu:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.31)$$

kde $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, D představuje bankovní úvěry a obligace, A aktiva a t sazbu daně z příjmů.

Náklady vlastního kapitálu R_E jsou pak určeny vztahem:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{\check{Z}}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.32)$$

kde $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, UZ značí úplatné zdroje, tj. vlastní kapitál, bankovní úvěry a obligace, A aktiva, \check{Z} čistý zisk, Z hrubý zisk, UM úrokovou míru, VK vlastní kapitál. Podíl čistého a hrubého zisku přitom tvoří tzv. daňovou redukci.

Náklady na vlastní kapitál R_E pomocí rizikových přírážek lze určit jako součet celkových nákladů nezadlužené firmy $WACC_U$ a rizikové přírážky za zadluženost (finanční strukturu) R_{finstr} , přičemž výsledný vzorec vypadá takto:

$$R_E = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.33)$$

kde R_{finstr} lze vypočítat jako rozdíl mezi náklady na vlastní kapitál R_E a celkovými náklady nezadlužené firmy $WACC_U$. V případě jejich rovnosti je riziková přírážka rovna nule. Aby bylo zabráněno extrémním případům, autoři modelu doporučují limitování velikosti přírážky tím způsobem, že v případě $R_E - WACC_U > 10 \%$, pak $R_{finstr} = 10 \%$.

Nyní ke stanovení jednotlivých přírážek. Pro stanovení **rizikové přírážky charakterizující velikost podniku** R_{LA} platí pravidlo, že pokud je hodnota úplatných zdrojů vyšší nebo rovna 3 mld. Kč, pak je velikost této přírážky rovna nule. Pokud by hodnota úplatných zdrojů byla nižší nebo rovna 0,1 mld. Kč, pak by velikost přírážky dosahovala 5 %. V případě, že výše úplatných zdrojů bude mezi 0,1 a 3 mld. Kč, pak se využije následující propočet, kdy úplatné zdroje UZ jsou vyjádřeny v mld. Kč:

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.34)$$

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$ je závislá na rentabilitě aktiv (2.9), která je porovnávána s tzv. ukazatelem XI , pomocí něhož je vyjádřeno nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním. Tento ukazatel lze vypočítat dle vztahu:

$$XI = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.35)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, tzn. vlastní kapitál, bankovní úvěry a dluhopisy, A aktiva a UM úroková míra.

Pokud rentabilita aktiv ROA bude vyšší než XI , pak riziková přírážka charakterizující velikost podniku bude rovna minimální rizikové přírážce charakterizující velikost podniku za odvětví, v němž se oceňovaný podnik pohybuje. Pokud by ROA bylo nižší než 0, tato přírážka by byla stanovena ve výši 10 %. Bude-li se hodnota ROA pohybovat mezi 0 a XI , pak bude využit následující propočet rizikové přírážky:

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - ROA}{X1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.36)$$

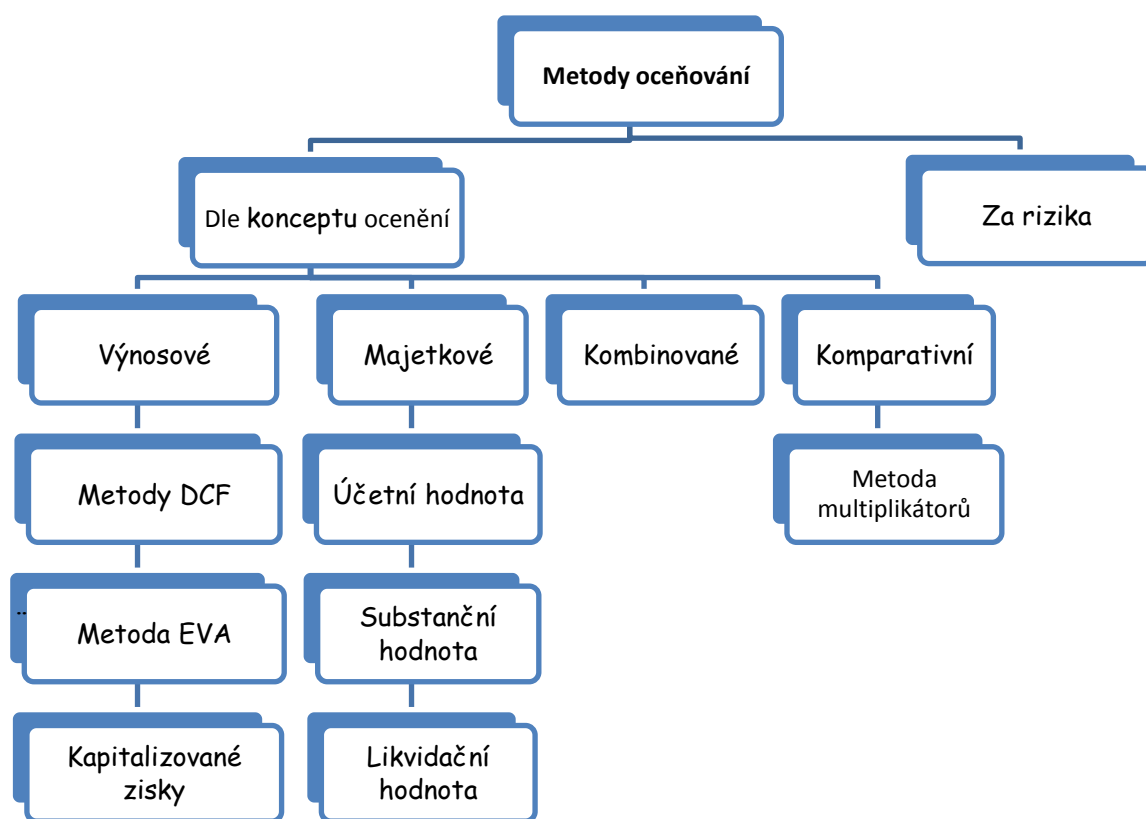
Pro stanovení **rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity** $R_{finstab}$ se vychází z ukazatele celkové likvidity (2.13), přičemž jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity pro $XL1 = 1$ a $XL2=2,5$. Pokud hodnota celkové likvidity klesne pod $XL1$, pak výše rizikové přírážky finanční stability bude odpovídat 10 %. Pokud celková likvidita podniku bude vyšší nebo rovna $XL2$, pak riziková přírážka bude rovna nule. V případě, že výše celkové likvidity se bude pohybovat v intervalu mezi $XL1$ a $XL2$, pak bude vycházeno ze vzorce:

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.37)$$

2.5 Metody ocenění

Metody stanovení hodnoty podniku lze členit do dvou základních skupin, dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti i rizika. V rámci první skupiny jsou rozlišovány metody majetkové, výnosové, kombinované a komparativní. Metody, u nichž ocenění probíhá za podmínek rizika, lze dělit na aktivní a pasivní. Zatímco u aktivních metod je počítáno s aktivními zásahy managementu v budoucnu, u pasivních se předpokládá pasivní přístup bez jakéhokoliv zásahu. Do skupiny aktivních metod je řazena metodologie reálných opcí, mezi pasivní pak patří metoda jistotních ekvivalentů a metoda upraveného nákladu kapitálu. Výběr dané metody je vždy ovlivněn účelem ocenění i subjektivním postojem oceňovatele. Pro účely této práce budou blíže specifikovány metody dle konceptu ocenění, jejichž schéma je znázorněno na Obr. 2.1.

Obr. 2. 1 Přehled metod oceňování



Zdroj: Dluhošová (2010, str. 173)

2.5.1 Majetkové metody

Majetkové metody patří pro svůj výpočet k nejjednodušším metodám, přičemž princip spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv a pasív. Mezi tyto metody patří účetní metoda, substanční metoda a metoda likvidační hodnoty.

Účetní metoda

Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu v rámci účetní metody je využíváno dat z rozvahy, a tudíž je pracováno s historickými cenami. Hodnota vlastního kapitálu je určena prostým rozdílem mezi účetní hodnotou aktiv a účetní hodnotou všech závazků a dluhů. Výhoda metody spočívá v dostupnosti dat a jednoduchosti výpočtu, nicméně hlavním problémem je její nepřesnost, jelikož hlavním pramenem čerpání dat jsou účetní data, která nereflektují skutečné tržní podmínky.

Substanční metoda

Substanční metoda částečně eliminuje problém s nevyužitím tržních dat, jelikož je pracováno s reprodukčními pořizovacími cenami. V rámci této metody je nejprve sečtena hodnota aktiv v reprodukčních pořizovacích cenách, tj. cenách, za které by byl majetek nakoupen v době, kdy se o něm účtuje, spolu s výnosem z prodeje nepotřebných aktiv. Tímto je stanovena brutto hodnota podniku. Odečtem hodnoty závazků a dluhů v reálných cenách je následně zjištěna hodnota netto. Substanční metoda je o něco přesnější než metoda účetní, nicméně ani tato nebere v potaz současný či budoucí výnosový potenciál podniku.

Likvidační metoda

Pomocí likvidační metody je zjišťována hodnota majetku k určitému časovému okamžiku, tj. likvidační hodnota, která je dolní hranicí ocenění podniku. Metoda se využívá v případě, kdy je předpokládáno, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivé složky majetku budou rozprodány a dojde ke splacení veškerých závazků, včetně odměny likvidátora.

2.5.2 Výnosové metody

Výnosové metody vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitkem (zisk, dividendy, finanční toky) pro jeho držitele, čímž odstraňují základní nedostatek účetních metod. Hodnota u této skupiny metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Mezi výnosové metody patří tři základní metody, a sice metoda diskontovaných peněžních toků, metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda kapitalizovaných zisků.

Metody diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow)

Metody diskontovaných peněžních toků *DCF* (Discounted Cash Flow) jsou v současnosti hojně využívány především v anglosaských zemích, nicméně i v českých podmínkách zaujímají významné místo v procesu oceňování podniků. Tyto metody jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Čím jsou peněžní toky větší, tím vyšší je i hodnota oceňovaného podniku. Podle toho, zda je oceňován celkový či pouze vlastní kapitál, a podle toho, jak jsou definovány peněžní toky a náklad kapitálu, lze rozlišovat čtyři základní metody podniku. Jedná se o metodu *DCF-Entity*, *DCF-Equity*, dividendový diskontní model *DDM* a metoda *APV*, z nichž v praxi nejvyužívanější jsou první dvě zmiňované.

Metoda **DCF-Entity** je v českých podmínkách nejvyužívanější výnosovou metodou, přičemž v rámci její aplikace dochází k ocenění celkového kapitálu. Princip spočívá v diskontování volného peněžního toku pro vlastníky i věřitele $FCFF$ náklady celkového kapitálu $WACC$ zohledňující strukturu financování podniku. Základní rovnice pro volný peněžní tok $FCFF$ zadlužené firmy je následující:

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + odpisy - \Delta\check{CPK} - investice, \quad (2.38)$$

kde $FCFF$ značí volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele, $EBIT$ provozní výsledek hospodaření, t daňovou sazbu, $\Delta\check{CPK}$ změnu čistého pracovního kapitálu (2.16) či (2.17). Hodnotu podniku V prostřednictvím metody **DCF-Entity** lze následně určit dle vztahu:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.39)$$

kde $FCFF$ vyjadřuje volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele, $WACC$ náklady celkového kapitálu.

Při použití metody **DCF-Equity** je oceňován pouze vlastní kapitál, z tohoto důvodu jsou i peněžní toky vztaženy pouze k vlastnímu kapitálu ve formě volných peněžních toků pro vlastníky (akcionáře) $FCFE$. Tyto jsou následně diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Rovnice sloužící k výpočtu $FCFE$ zadlužené firmy je následující:

$$FCFE = EBIT \cdot (1 - t) + odpisy - \Delta\check{CPK} - investice + S^C - S^S, \quad (2.40)$$

kde $FCFE$ je volný peněžní tok pro akcionáře, $EBIT$ provozní výsledek hospodaření, t daňová sazba, $\Delta\check{CPK}$ změna čistého pracovního kapitálu, S^C čerpání úvěrů v daném roce, S^S splátky úvěrů v daném roce. Hodnotu podniku V prostřednictvím metody **DCF-Equity** lze následně určit dle vztahu:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.41)$$

kde $FCFE$ je volný peněžní tok pro vlastníky, R_E náklady vlastního kapitálu.

U modelu **DDM (Dividend Discount Model)** je oceňován vlastní kapitál, peněžním tokem je tok pro vlastníky vyjádřený dividendou. Využití této metody je tak vázáno na podnik dosahující zisku a stabilně vyplácející dividendy. Výše hodnoty, která je ovlivněna např.

úrovní dividendy, očekávanou prodejní cenou akcie nebo očekávaným tempem růstu, lze stanovit dle vzorce:

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.42)$$

kde DIV je dividendy v běžném roce, R_E náklad na vlastní kapitál, g očekávaná míra růstu dividend do nekonečna v případě konstantně rostoucích peněžních toků.

Metoda APV (Adjusted Present Value) slouží k oceňování celkového kapitálu, přičemž finančními toky jsou toky nezádlužené firmy $FCFE_U$, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezádlužené firmy R_U . Nutno poznamenat, že v případě nezádluženého podniku jsou $FCFF$ rovny $FCFE$, a tudíž $FCFE_U$ mají následující tvar:

$$FCFE_U = EBIT \cdot (1 - t) + odpisy - \Delta\check{CPK} - investice, \quad (2.43)$$

kde $FCFE_U$ jsou toky nezádlužené firmy, $EBIT$ provozní výsledek hospodaření, t daňová sazba, $\Delta\check{CPK}$ změna čistého pracovního kapitálu. Aby bylo možno ocenit zadlužený podnik, je nezbytné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít TS diskontovat náklady dluhu R_D . Daňový štít je přitom tvořen úroky násobenými daňovou sazbou t . Výsledná hodnota podniku V je pak určena následovně:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.44)$$

Fázové metody DCF

V podnikatelské praxi existuje zpravidla předpoklad trvání podniku v neomezeném časovém horizontu, tzv. going concern. Plánování peněžních toků se tak stává náročným, jelikož firma zpravidla prochází různými fázemi vývoje. Z tohoto důvodu jsou při oceňování podniku používány jednofázové, dvoufázové či vícefázové metody v závislosti na tom, kolik fází je při oceňování určováno. Nejčastěji jsou fázové metody uplatněny pro metody DCF , z tohoto důvodu jsou na těchto vysvětleny, nicméně je možné jejich použití i na dalších metodách.

Pokud je u oceňovaného podniku předpokládáno stejné chování v celém časovém horizontu, pak je jeho hodnota V zjištěna **jednofázovou metodou** prostřednictvím perpetuity:

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.45)$$

kde FCF značí volné peněžní toky, R náklad kapitálu a g případné tempo růstu (resp. poklesu) peněžních toků, pakliže tyto nejsou v čase konstantní.

Přitom tempo růstu g se nejčastěji spočte dle vzorce:

$$g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}, \quad (2.46)$$

V případě použití **dvoufázové metody** je trvání firmy rozděleno na dvě fáze. První je obvykle plánována na čtyři až šest let, kdy se předpokládá, že situace ve společnosti je lépe předvídatelná a je možné odhadnout a plánovat peněžní toky z podnikové činnosti relativně přesně. Po první fázi následuje bezprostředně fáze druhá, u níž je předpoklad trvání donekonečna, a lze odhadnout pouze trend vývoje finančních toků. Hodnota podniku je pak dána jako součet hodnot firmy za obě fáze:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g} \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.47)$$

kde FCF jsou volné peněžní toky, T je doba trvání první fáze, t jednotlivé roky, podíl $FCF_{T+1} / (R_2 - g)$ představuje tzv. pokračovací hodnotu PH (hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze), R_1 náklady kapitálu v první fázi, R_2 náklady kapitálu ve druhé fázi, g tempo růstu peněžních toků (v případě konstantních finančních toků se toto vynechává).

Analogicky lze zjistit hodnotu firmy pomocí **vícefázových metod**:

$$\begin{aligned} V = & \sum_{t=1}^{T_1} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_1)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_2)^t} + \sum_{t=T_2+1}^{T_3} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_3)^t} + \dots + \\ & + \sum_{t=T_{n-2}}^{T_{n-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_{n-2})^t} + PH \cdot (1 + R_{n-1})^{-T_{n-1}} \end{aligned} \quad (2.48)$$

Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA* (*Economic Value Added*) je ve finanční praxi využívána nejen pro ocenění podniku, nýbrž rovněž jako nástroj finanční analýzy

a řízení podniku. Tento přístup pro měření výkonnosti firmy se začal objevovat v souvislosti s rozvojem kapitálových trhů a svobodného podnikání, které znamenalo odklon od tradičních ukazatelů výkonnosti směrem k preferování tržní hodnoty podniku. Cílem finančního řízení se stala maximalizace akcionářské hodnoty (tzv. Shareholder Value).

Metoda je založena na známém konceptu ekonomického zisku, který se v ekonomické i finanční teorii objevuje již delší dobu. Ekonomického zisku je přitom dosahováno, pokud jsou podnikem uhrazeny nejen běžné náklady, ale rovněž celkové náklady kapitálu zahrnující i náklady na vlastní kapitál. Ukazatel *EVA* je tudíž chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o celkové náklady kapitálu, přičemž existují dva základní koncepty výpočtu, na bázi provozního zisku a hodnotového rozpětí.

EVA na bázi provozního zisku má následující tvar:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.49)$$

kde $NOPAT_t$ je čistý provozní zisk po zdanění v čase t , NOA_{t-1} čistá operační aktiva v čase $t-1$ (hodnota NOA k počátku roku, za který se zjišťuje *EVA*, resp. hodnota ke konci minulého roku), $WACC_t$ jsou náklady na celkový kapitál.

EVA na bázi hodnotového rozpětí má následující tvar:

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.50)$$

kde poměr $NOPAT_t$ a NOA_{t-1} vyjadřuje rentabilitu čistých provozně potřebných aktiv, $WACC_t$ náklady na celkový kapitál a NOA_{t-1} čistá operační aktiva v čase $t-1$.

Při výpočtu **čistých operačních aktiv *NOA*** je vycházeno z aktiv zjištěných z rozvahy, přičemž tato jsou podrobena některým úpravám. Hlavní úprava spočívá ve vyloučení provozně nepotřebných aktiv a mimořádných položek, dále se doporučuje snížit celková aktiva o neúročený cizí kapitál, čímž se má předejít problémům s odhadováním nákladů na tento kapitál. Jelikož by do *NOA* měla být zahrnuta všechna aktiva, která podnik využívá, nesmí být opomenut především majetek pořízený na leasing. Tento sice z právního hlediska nepatří podniku, a tudíž není dle českých účetních standardů vykazován v rozvaze, nicméně v rámci úprav čistých operačních aktiv by jeho hodnota měla být přičtena k celkové hodnotě

aktiv. Na straně pasiv by pak mělo dojít k navýšení úročených závazků o závazek vůči leasingové společnosti.

Základní zásadou pro určení **čistého operačního zisku po zdanění NOPAT** je zařazení takových nákladů a výnosů do jeho výpočtu, které souvisí s činnostmi odpovídajícími aktivům zařazenými do *NOA*.

Tab. 2.1 Úpravy VH z provozní činnosti na NOPAT

1) VH z provozní činnosti
2) (-) provozní výnosy z neoperačního majetku (+) finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do <i>NOA</i> (+) provozní náklady na neoperační majetek
3) (+) odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter
4) (+) původní náklady s investičním charakterem (-) odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
5) (+) leasingová platba (původní náklad na leasing) (-) odpisy majetku pronajatého na leasing
6) (-) neobvyklé zisky (+) neobvyklé ztráty
7) Eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv
8) Úprava daní na úroveň <i>NOPAT</i>

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, 2011, str. 291

Ocenění podniku prostřednictvím **dvoufázové metody EVA-Entity** je následující:

$$V_E = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + WACC_i)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot (1 + WACC_i)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.51)$$

kde NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, EVA_t ekonomická přidaná hodnota v čase t , $WACC_i$ náklady na celkový kapitál v roce i , EVA_{T+1} ekonomická přidaná hodnota v čase $T+1$, g stabilní tempo růstu ve druhé fázi, D_0 úročený cizí kapitál k datu ocenění, A_0 neoperační aktiva k datu ocenění, T počet let první fáze. Současná hodnota budoucích *EVA* je přitom tzv. *MVA* neboli tržní přidaná hodnota.

Ocenění podniku prostřednictvím **dvoufázové metody EVA-Equity** je následující:

$$V_E = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + R_{Ei})^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{(R_{E_{T+1}} - g) \cdot (1 + R_{Ei})^T} + A_0, \quad (2.52)$$

kde VK_0 je hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění, EVA_t ekonomická přidaná hodnota v čase t , R_{Ei} náklady na vlastní kapitál v roce i , EVA_{T+1} ekonomická přidaná hodnota v čase $T+1$, g stabilní tempo růstu ve druhé fázi, A_0 neoperační aktiva k datu ocenění, T počet let první fáze.

Ocenění podniku metodou *EVA* a *DCF* dávají stejný výsledek za předpokladu, že jsou v rámci obou metod použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu, výpočet volných peněžních toků u metody *DCF* nevychází z účetního zisku, nýbrž z *NOPAT*, v neposlední řadě musí být investovaný provozně nutný kapitál u metody *DCF* stejný jako *NOA* u metody *EVA*. Výhoda metody ekonomické přidané hodnoty spočívá v tom, že vyjadřuje hodnotu kapitálu v průběhu jednotlivých let.

Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, přičemž klíčovou roli sehrává tzv. trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk upravený o řadu korekcí (např. úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných nákladů a výnosů). Odhad hodnoty podniku lze pak vypočíst pomocí perpetuity jako podíl trvale udržitelného zisku a nákladů kapitálu.

2.5.3 Komparativní metody

Komparativní metody jsou postaveny na porovnání hodnoty aktiv či kapitálu s jinými celky s obdobnými a srovnatelnými vlastnostmi. Tento typ ocenění se nejčastěji provádí u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Při stanovení hodnoty se vychází ze součinu multiplikátoru srovnatelné firmy (např. podíl tržní ceny akcie a čistého zisku na akcii, tzv. ukazatel *P/E*) a ukazatele oceňované firmy.

2.5.4 Kombinované metody

Pomocí metod kombinovaných jsou výsledné hodnoty kapitálu získány jako vážený průměr hodnot určených pomocí výnosových, majetkových a komparativních metod.

V rámci této práce bude pro ocenění vybraného podniku použita metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty.

2.6 Citlivostní analýza

Citlivostní analýza tvoří nedílnou součást procesu oceňování. Jedná se o proces, kdy je zjišťována citlivost hodnoty oceňovaného podniku na změnu faktorů působících na tuto hodnotu. Přitom je vycházeno z předpokladu, že ostatní faktory zůstávají nezměněny. Danými faktory ovlivňujícími hodnotu podniku jsou například tržby, zisk před zdaněním a úroky, výše daňové sazby, odpisy, investice, změna čistého pracovního kapitálu, v neposlední řadě pak náklady kapitálu. Obecně lze jednofaktorovou citlivost hodnoty podniku vypočítat dle vzorce:

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = V_{1+\alpha}^{faktor} - V, \quad (2.53)$$

kde $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$ představuje absolutní přírůstek hodnoty podniku V vlivem změny jednoho faktoru při neměnnosti ostatních faktorů a $V_{\alpha+1}^{faktor}$ vyjadřuje novou hodnotu podniku při změně daného faktoru.

3. Charakteristika oceňovaného podniku

V této části je nejprve stručně popsán oceňovaný podnik, kterým je společnost Nekupto s.r.o. Jsou zde vyjmenovány předměty činnosti podniku, dle nichž je tento zařazen do několika skupin v rámci klasifikace ekonomických činností CZ-NACE, dále je představena historie společnosti. Nedílnou součástí ocenění je strategická analýza, proto je této věnována patřičná pozornost. V rámci strategické analýzy je analyzováno makroekonomické i konkurenční prostředí, v němž se společnost Nekupto s.r.o. pohybuje, výstupem je prognóza tržeb. Zároveň je nutné posoudit finanční zdraví podniku pomocí vybraných poměrových ukazatelů finanční analýzy. Veškeré silné či slabé stránky, příležitosti a hrozby jsou obsahem tzv. SWOT analýzy. V poslední části kapitoly je na základě dosavadního vývoje a zhodnocení veškerých analýz sestaven finanční plán společnosti na rok 2016 - 2019.

Jako základní pramen informací pro zpracování této kapitoly jsou použity zejména webové stránky České národní banky, Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu a jimi vedené databáze. Zároveň je využíváno webových stránek společnosti ALBI Česká republika a.s., Alvarak Group a.s., Ditipo, a.s., Nekupto s.r.o., Stil Trade s.r.o. a rovněž jejich výroční zprávy a finanční výkazy uveřejněné na webových stránkách justice.cz.

3.1 Základní charakteristika společnosti Nekupto s.r.o.

Společnost Nekupto s.r.o. je firma sídlící ve Šlapanicích u Brna zabývající se výrobou a prodejem širokého sortimentu papírenského zboží, především přání, pohlednic, balicího papíru či dárkových produktů. Základní jmění společnosti činí 100 000 Kč. Majetkové podíly jsou rovnoměrně rozděleny mezi dva společníky, Mirko Kubíka a Richarda Knechta, z nichž každý vlastní 50% podíl ve společnosti. Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE je předmětem činnosti společnosti:

- 17230 - Výroba kancelářských potřeb z papíru,
- 13300 - Konečná úprava textilií,
- 17290 - Výroba ostatních výrobků z papírů a lepenky,
- 22190 - Výroba ostatních pryžových výrobků,
- 22290 - Výroba ostatních plastových výrobků,
- 32990 - Ostatní zpracovatelský průmysl jinde neuvedený,
- 461 - Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení,
- 46900 - Nespecializovaný velkoobchod,

- 58140 - Vydávání časopisů a ostatních periodických publikací,
- 58190 - Ostatní vydavatelské činnosti.

Historie společnosti sahá do roku 1990, kdy byla zrozena hlavní podnikatelská myšlenka a zahájeny práce na prvních produktech, kterými byly vánoční pohlednice a pohlednice s motivem Brna. První kolekce pohlednic s motivem města, v jehož blízkosti nyní společnost sídlí, byla natolik úspěšná, že se tato prodávala až do roku 1998 s celkovým objemem prodeje 0,5 mil. kusů. V roce 1992 došlo k přeměně právní formy na společnost s ručením omezeným a začal se prodávat první vánoční katalog s úspěšnou kolekcí vánočních přání a pohlednic výhradně od českých autorů. V roce 1996 byla navázána licenční spolupráce se známým českým výtvarníkem animovaných filmů pro děti, Zdeňkem Milerem, čímž byla zahájena výroba řady úspěšných produktů firmy s oblíbenou postavičkou Krtečka. Nekupto s.r.o. jako první firma v České republice vstoupila roku 2001 do segmentu impulzivních dárků, který je třetím nosným programem společnosti. Následně se společnost začala věnovat rovněž jmenným produktům, přičemž první úspěchy na českém i slovenském trhu přinesly klíčenky se jmény, o pár let později, v roce 2005 to byly jmenné propisky, jejichž celkový prodej v daném roce přesáhl hranici 1 mil. Kč.

V současnosti je Nekupto s.r.o. řazeno k lídrům na trhu v oblasti dárkového zboží impulzivního nákupu. Jedná se většinou o drobnější zboží za atraktivní ceny, které je nakupováno neplánovitě na základě momentálního impulzu, nejčastěji jako dárkový produkt. Společnost nabízí v rámci této kategorie pestrou nabídku dárkových hrníčků či propisek se jmény, sypaných čajů, belgických čokolád, kvalitních triček s vtipnými texty, dřevěných cedulek i bločků, přívěsků na klíče a spoustu dalšího. Co se týče kolekce přání a pohlednic, tato zahrnuje široký sortiment pro nejružnější příležitosti, jako jsou svatby, promoce, narozeniny, narození dítěte či nejružnější svátky, rovněž však společnost vyrábí speciální série přání, např. Vanilla Moon, Romantica, Moments, Čtyřlístek aj. V oblasti balicího sortimentu, který v současnosti obsahuje přes 1 340 položek a je neustále rozšiřován, lze nalézt balicí papíry, dárkové tašky, celofánové sáčky a fólie, stahovací stuhy, hvězdice a mnoho dalšího.

Společnost v současnosti, na rozdíl od konkurence, nemá vlastní podnikovou prodejnu. Většinu sortimentu je možno nalézt kupříkladu v obchodních řetězcích Albert hypermarket, Globus či Kaufland. S výrobky společnosti Nekupto s.r.o. se lze setkat rovněž v prodejnách hraček Bambule či Pompo, v neposlední řadě v knihkupectvích Dobrovský.

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza tvoří podstatnou část oceňovacího procesu. Jejím hlavním smyslem je posouzení dlouhodobé perspektivy podniku, tzn. nenarušení principu going concern. V kladném případě je třeba přizpůsobit volbu oceňovací metody, jelikož pokud je životnost podniku omezena, není možné použít výnosové metody oceňování. V rámci strategické analýzy je prováděna analýza vnějšího potenciálu za účelem kvalitativního posouzení příležitostí a rizik spojených s prostředím, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Nedílnou součástí strategické analýzy je rovněž analýza vnitřního potenciálu podniku, která spočívá především v posouzení slabých a silných stránek podniku ve vztahu k hlavním konkurentům. Výsledkem zmíněných dvou základních kroků je pak prognóza tržeb.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Základem analýzy vnějšího potenciálu je správné vymezení relevantního trhu, na kterém se daná společnost pohybuje. Oceňovaný podnik je z hlediska klasifikace ekonomických činností CZ-NACE zařazen do několika kategorií zmiňovaných výše. Hlavním zdrojem zisku společnosti je výroba a následný prodej prání, pohlednic či jiných papírenských výrobků spolu s výrobou i prodejem zboží tzv. impulzivního charakteru. Pro účely této práce je pracováno především s oddílem CZ-NACE s číselným označením 17 - Výroba papíru a výrobků z papíru. Relevantním trhem je tak trh podniků působících v odvětví CZ-NACE 17, z územního hlediska se jedná o tuzemský trh, kam je směřována veškerá produkce. Výroba buničiny, papíru, lepenky a výrobků z papíru a lepenky CZ-NACE 17 se v objemu tržeb řadí mezi méně významné oddíly zpracovatelského průmyslu. V roce 2014 činil její podíl na tržbách zpracovatelského průmyslu pouhých 1,64 %.

K odhadu relevantního trhu jsou použity statistiky zveřejněné na webových stránkách MPO, přičemž je pracováno s celkovým objemem výkonů odvětví výše uvedené skupiny s číselným označením 17. Vývoj výkonů relevantního trhu v letech 2009 až 2014 je zobrazen v Tab. 3.1. Pro následnou prognózu tržeb oceňovaného podniku je rovněž vyčísleno průměrné tempo růstu tržeb, které činí **5,11 %**. Toto tempo růstu je vypočteno jako vážený průměr, kdy nejnižší váhy jsou přiřazeny nejstarším obdobím a obráceně. Největší váha je tudíž přiřazena údajům za rok 2014.

Tab. 3.1 Vývoj relevantního trhu 2009 - 2014

Rok	Tržby odvětví (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb odvětví	Váha
2009	32 642 815	/	/
2010	37 221 760	14,03 %	12,00 %
2011	38 233 737	2,72 %	15,00 %
2012	38 376 299	0,37 %	19,00 %
2013	39 692 736	3,43 %	24,00 %
2014	42 500 886	7,07 %	30,00 %
		Vážený průměr	5,11%

Zdroj: MPO

Z Tab. 3.1 lze vysledovat, že u tržeb relevantního trhu po celé analyzované období docházelo k růstu. Největší růst byl přitom zaznamenán v roce 2010, kdy tento dosáhl hodnoty 14,03 %, což souviselo s oživením české ekonomiky po nástupu hospodářské krize v roce 2009. Naopak k nejnižšímu růstu došlo v roce 2012, kdy tento činil 0,37 %, což bylo důsledkem propadu hrubého domácího produktu (viz níže).

Pro detailnější posouzení vývoje relevantního trhu je rovněž nezbytné analyzovat některé makroekonomické faktory, které na tržby v daném odvětví působí. V rámci této práce je analyzován vývoj hrubého domácího produktu, inflace, nezaměstnanosti a hrubých měsíčních mezd v odvětví CZ-NACE s číselným označením 17. Sledovaným obdobím je rok 2010 až 2014. Rovněž je u každého z vybraných makroekonomických ukazatelů uvedena prognóza jeho budoucího vývoje, která je zásadní i pro vývoj tržeb relevantního trhu, potažmo tržeb oceňované společnosti.

Hrubý domácí produkt (HDP) patří k nejdůležitějším a nejvíce sledovaným makroekonomickým agregátům měřícím výkonnost ekonomiky. Jedná se o součet peněžních hodnot konečných výrobků či služeb, které byly vyprodukovány během určitého období (zpravidla jednoho roku) výrobními faktory umístěnými v dané zemi. Lze se přitom setkat s nominálním HDP, který je uváděn v běžných cenách, tj. cenách převládajících na trhu v době, za kterou je hrubý domácí produkt počítán, a s reálným HDP, jenž je uváděn v cenách stálých, tzn. v cenách výchozího roku. Historický vývoj HDP v České republice je uveden v Tab. 3.2.

Tab. 3.2 Vývoj HDP v letech 2010 - 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
HDP, běžné ceny (mil. Kč)	3 953 651	4 022 511	4 041 610	4 077 109	4 260 886
HDP, stálé ceny (mil. Kč)	3 953 651	4 031 404	3 995 109	3 974 008	4 052 620
Tempo růstu HDP, reálně (%)	2,3	2	-0,9	-0,5	2

Zdroj: ARAD, ČSÚ

Po prudkém propadu v předešlém roce jakožto důsledku globální ekonomické krize došlo roku 2010 k oživení české ekonomiky. Hrubý domácí produkt se meziročně zvýšil o 2,3 %. Za růstem stálo především oživení zahraniční poptávky, které se promítlo do rychlého růstu produkce zpracovatelského průmyslu a obratu zahraničního obchodu. Česká republika těžila především z obnovení hospodářského růstu v Evropské unii, jejíž výkonnost se meziročně zvýšila o 1,8 %. Vývoj v jednotlivých členských zemích byl sice rozdílný, většina ekonomik však rostla. Mezi nejrychleji rostoucí země Evropské unie patřilo Německo coby hlavní obchodní partner ČR, což bylo pro tuzemskou ekonomiku klíčové. Domácí hospodářský růst byl podporován především čistým vývozem a zvýšením stavu zásob, méně pak spotřebou domácností a vládou. Výdaje domácností byly omezeny vývojem jejich disponibilních příjmů a šetření se projevovalo rovněž u vlády. Jak již bylo řečeno výše, nejrychleji rostl zpracovatelský průmysl, zejména odvětví zaměřená na export, tzn. výroba dopravních prostředků, strojírenský průmysl či výroba elektrických strojů. Naopak hůře na tom bylo v důsledku nižších zakázek stavebnictví a vlivem nepříznivého počasí i zemědělství.

V roce 2011 již došlo ke zhoršení ekonomické situace, jelikož v eurozóně došlo ve druhé polovině roku k prohloubení dluhové krize. Sílily tak obavy o tom, že se dluhová krize dostane do reálné ekonomiky, což bude mít negativní dopad na globální ekonomický růst. Tempo růstu HDP činilo sice 2 %, ale v porovnání s předešlým rokem to bylo o 0,3 p.b. méně. Na českou ekonomiku působilo nejvíce ochlazení ekonomické aktivity hlavních obchodních partnerů, tzn. opět především Německa, a útlum domácí poptávky, který zasáhl konečnou spotřebu. Za poklesem konečných výdajů na spotřebu stála především vláda, jejíž restriktivní opatření ve fiskální oblasti snížily výdaje veřejného sektoru. Domácnosti omezovaly výdaje na potraviny, nápoje či tabákové výrobky.

Po dvouletém ekonomickém růstu došlo v roce 2012 k poklesu hrubého domácího produktu o 0,9 %. Délka této hospodářské recese byla přitom delší než v době nepříznivých podmínek v rámci globální hospodářské krize, která se v tuzemské ekonomice projevila roku

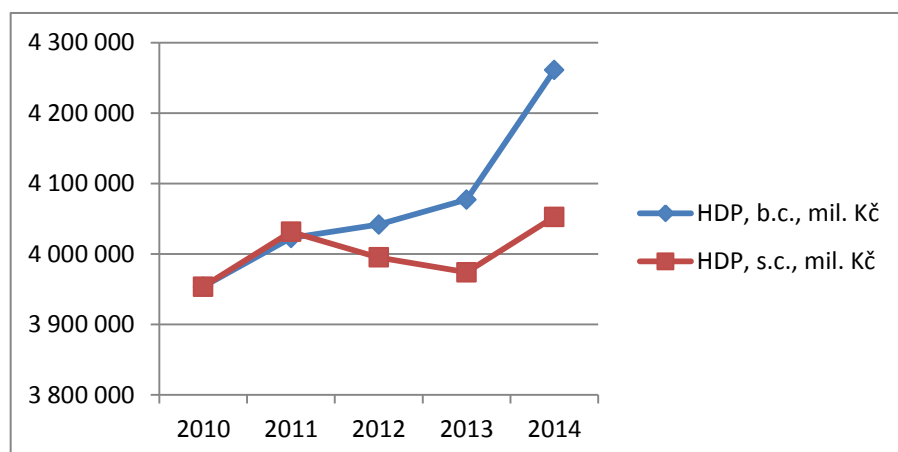
2009. Za hlavní příčinu byla jednoznačně označena slábnoucí poptávka. Na tuto měla vliv zejména přijatá opatření ke konsolidaci veřejných rozpočtů a nejistota ohledně dalšího vývoje působící na domácnosti i podnikatelský sektor. Domácnostem klesaly disponibilní příjmy, v důsledku poklesu reálných mezd a růstu nezaměstnanosti tak byly nuceny omezovat své spotřební výdaje.

Nepříznivé vývojové tendence české ekonomiky pokračovaly i v roce 2013, kdy tempo růstu HDP činilo -0,5 %. Na tomto meziročním poklesu se podílela domácí i zahraniční poptávka, především pak nízká investiční aktivita. V tomto roce došlo k růstu výdajů vlády, výdaje domácností však vesměs stagnovaly. Přestože úrokové sazby v oblasti měnové politiky dosáhly nulové úrovně, v tuzemské ekonomice nedocházelo k oživení spotřeby a Česká republika stála před hrozbou deflace. Ke konci roku 2013 proto Česká národní banka přistoupila k tzv. devizovým intervencím, kdy masivním prodejem korun a nákupem eur udržovala kurz koruny uměle nad hranicí 27 Kč za účelem jejího oslabení. Hlavním cílem bylo zvýšení inflačních očekávání, následné podpory spotřeby a růstu hrubého domácího produktu. Intervence měly být impulzem jak pro firmy, tak domácnosti, aby nadále neodkládaly spotřebu a nespolehaly na další pokles cen v budoucím období.

V roce 2014 se česká ekonomika vrátila na dráhu růstu, ochota ekonomických subjektů více utrácet byla obnovena. Příznivý vývoj domácí poptávky souvisel s uvolněním na trhu práce a růstem reálného disponibilního důchodu, zlepšení nálady obyvatelstva podpořilo jeho sklon ke spotřebě. Tempo růstu HDP, které bylo taženo spotřebou i investicemi, tak dosáhlo 2 %.

Pro vývoj relevantního trhu je zásadní budoucí vývoj makroekonomických veličin. Prognózu hrubého domácího produktu zveřejňuje na svých stránkách Česká národní banka, podle níž by reálné HDP mělo meziročně růst o 2,7 % v roce 2016 a o 3 % v roce 2017. Tento vývoj by tudíž měl pozitivně ovlivnit i tržby relevantního trhu, potažmo tržby oceňovaného podniku. Vývoj hrubého domácího produktu v letech 2010 - 2014 v běžných i stálých cenách je uveden v Grafu 3.1.

Graf 3.1 Vývoj HDP v běžných a stálých cenách



Zdroj: ARAD

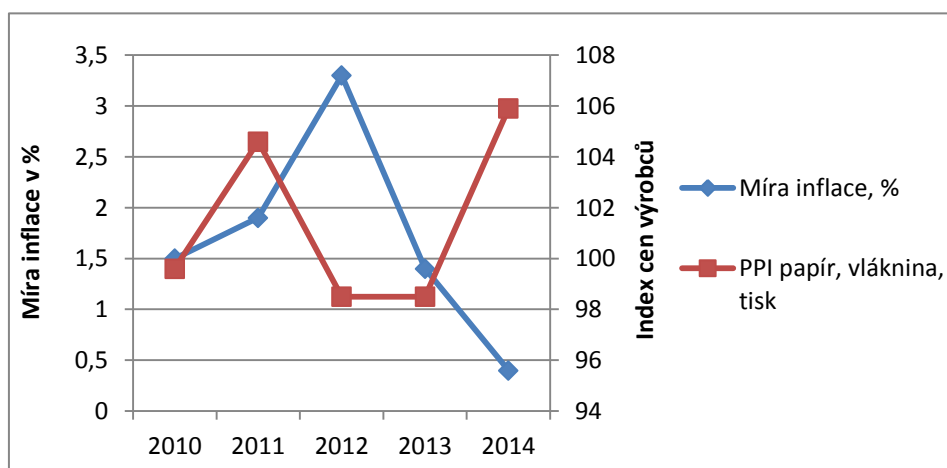
Inflace představuje další hojně sledovaný makroekonomický ukazatel, neboť tato se promítá do cen vstupů i výstupů podniků působících na relevantním trhu. Inflace je řadou ekonomů definována jako zvyšování cenové hladiny mající za následek snižování kupní síly peněz. Pokud v ekonomice dochází naopak k poklesu cenové hladiny, tento jev je označován jako deflace. K měření inflace jsou využívány cenové indexy, nejčastěji se jedná o index spotřebitelských cen *CPI*, cenový index výrobců *PPI* či implicitní cenový deflátor. Procentní změna daného cenového indexu za určité období pak vyjadřuje míru inflace. Jakým způsobem se vyvíjela míra inflace v České republice v období let 2010 - 2014, je znázorněno v Tab. 3.3. V tabulce je rovněž zaznamenán vývoj indexu cen výrobců v oblasti výroby papíru, vlákniny a tisku, které z hlediska odvětví, v němž oceňovaný podnik působí, na něj mají největší vliv. Vývoj míry inflace a indexu cen výrobců je rovněž zaznamenán v Grafu 3.2.

Tab. 3.3 Vývoj míry inflace a indexu cen průmyslových výrobců 2010 - 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Míra inflace (%)	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
PPI papír, vláknina, tisk	99,6	104,6	98,5	98,5	105,9

Zdroj: ARAD, MPO

Graf 3.2 Vývoj míry inflace a indexu cen výrobců



Zdroj: ARAD, MPO

Z Tab. 3.3 je patrné, že vývoj míry inflace vykazoval až do roku 2012, kdy míra inflace dosáhla svého vrcholu, rostoucí trend. Přestože v roce 2010 docházelo k růstu světové ekonomiky, tento růst zpočátku nepřinesl výraznější zvýšení domácí poptávkovou inflaci, jelikož tato byla tlumena nízkou spotřebou domácností. Vývoj spotřebitelských cen byl ovlivněn až od druhého pololetí roku, jednak administrativními opatřeními (zvýšení základní i snížené sazby daně z přidané hodnoty, zvýšení spotřební daně u pohonných hmot, alkoholických nápojů i tabákových výrobků), zároveň vlivem tržních cen, kdy došlo k prudkému nárůstu cen na komoditních trzích. Tento nárůst se odrazil ve vývoji cen výrobců a následně ve vývoji cen spotřebitelských. Ve vývoji cen průmyslových výrobců klíčovou roli sehrály nákladové faktory, především drahá ropa a vývoj na trhu potravinářských komodit. Zdražování vstupních surovin bylo impulzem pro výrobce k jeho přenášení do cen vstupů, zejména do cen rafinérských produktů, později pak do cen potravinářských produktů. Míra inflace v tomto roce dosáhla hodnoty 1,5 %.

V roce 2011 zůstaly zdrojem inflace světové ceny komodit, především ropy a zemědělských plodin. Na trhu docházelo k růstu poptávky po surovinách, která přicházela zejména z asijských zemí, tato pak tlačila nahoru ceny na světových trzích, což se postupně promítalo do cen výrobců, potažmo do spotřebitelských cen. Ve srovnání se světovou inflací však domácí byla stále velmi nízká, dosáhla hodnoty 1,9 %.

Míra inflace v roce 2012 dosáhla hodnoty 3,3 %, což bylo nejvíce za poslední čtyři roky, zároveň se tak Česká republika zařadila k zemím Evropské unie s nejvyšší inflací.

Hlavní příčinou bylo zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % projevující se v růstu cen energií a potravin, dále pak pokračující deregulace nájemného.

Od roku 2013 docházelo ke zpomalování meziročního růstu cen, míra inflace v tomto roce dosáhla 1,4 %. Přestože Česká národní banka přistoupila ke kurzovým intervencím, které se projevily koncem roku rychlým zdražením elektroniky, pohonných hmot a některých potravin, inflace zůstala nejnižší za poslední čtyři roky. Tyto vývojové tendence pokračovaly i v roce 2014, kdy míra inflace dosáhla hodnoty 0,4 %. Výrazný pokles cen energetických surovin na světových trzích se promítl do cen benzínu a nafty, nadprůměrná úroda a dovozní sankce ze strany Ruska zlevnily potraviny, toto vše pak tlačilo inflaci dolů směrem k nule. Následující rok činila míra inflace 0,3 %.

Míra inflace se dle prognózy MPSV bude v roce 2016 nacházet v intervalu 0,3 % až 1,1 %, pro rok 2017 by pak měla být v rozmezí 1,0 % až 2,4 % a v roce 2018 by měla míra inflace dosáhnout hodnoty z intervalu 1,5 % až 2,5 %.

Vývoj **nezaměstnanosti** je vyjádřen pomocí obecné míry nezaměstnanosti zveřejňované Českým statistickým úřadem, hodnoty za období 2010 až 2014 jsou uvedeny v Tab. 3.4. Obecná míra nezaměstnanosti vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle a je udávána v procentech. V rámci sledovaného období docházelo vyjma roku 2012 ke snižování nezaměstnanosti. Na počátku roku 2010 se projevil pokles zaměstnanosti především v oblasti zpracovatelského průmyslu, v sektoru služeb došlo naopak k mírnému vzrůstu počtu zaměstnaných osob. V únoru téhož roku došlo ke zlepšení situace na trhu práce, které souviselo jak s rostoucí výkonností české ekonomiky, tak se zpřísněním výplat podpor v nezaměstnanosti, k němuž došlo rovněž v roce 2010. V roce 2011 došlo k nárůstu celkového počtu zaměstnaných osob v zaměstnaneckém poměru, rostl i počet osob samostatně výdělečně činných. Obecná míra nezaměstnanosti tudíž poklesla na 6,6 %. V roce 2012 vlivem probíhající recese došlo k opětovnému nárůstu obecné míry nezaměstnanosti na 7,2 %, přičemž na trhu práce přibýlo především osob dlouhodobě nezaměstnaných. Po oživení ekonomiky v roce 2014 dosáhla obecná míra nezaměstnanosti nejnižší úrovně v rámci sledovaného období, a sice 5,9 %. Společně s poklesem nezaměstnanosti vzrostla v roce 2014 rovněž průměrná měsíční mzda v odvětví CZ-NACE 17 na 26 044 Kč. Ostatní hodnoty průměrné měsíční mzdy v odvětví, v němž se oceňovaná společnost pohybuje, jsou zaznamenány rovněž v Tab. 3.4. Vývoj nezaměstnanosti je rovněž ilustrován v Grafu 3.3.

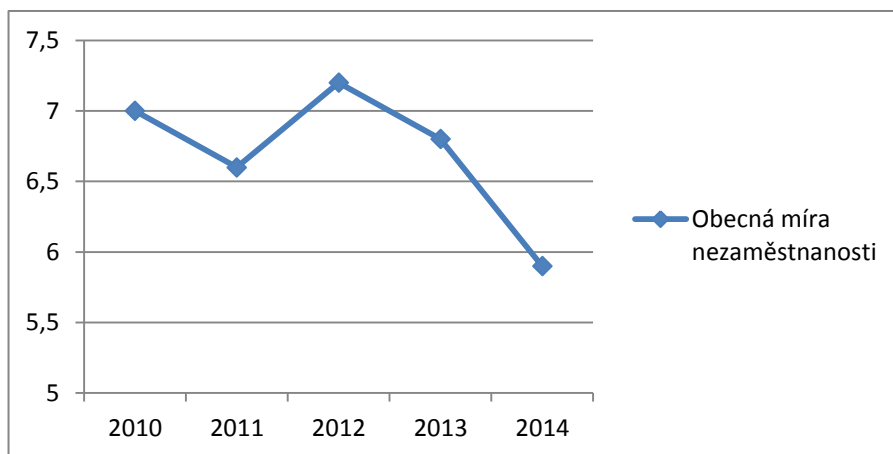
Tab. 3.4 Vývoj nezaměstnanosti a průměrné mzdy v odvětví 2010 - 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Obecná míra nezaměstnanosti 15 - 64 let (%)	7	6,6	7,2	6,8	5,9
Průměrná měsíční mzda CZ-NACE 17 (Kč)	24 448	24 321	25 597	25 182	26 044

Zdroj: ARAD, MPO

Míra nezaměstnanosti by se dle odhadu MPSV měla nacházet v rozmezí 5,4 % až 5,8 % pro rok 2016, v intervalu 5,2 % až 5,8 % pro rok 2017 a v intervalu 5,0 % až 5,8 % pro rok 2018. Ukazatel dle MPSV je počítán jako podíl dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15 až 64 let k obyvatelstvu stejného věku.

Graf 3.3 Vývoj obecné míry nezaměstnanosti



Zdroj: ARAD

3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu nebo též analýza konkurenční síly podniku se skládá především z identifikace hlavních konkurentů, stanovení dosavadních tržních podílů oceňované společnosti a prognózy tržního podílu podniku.

Jak již bylo řečeno výše, společnost Nekupto s.r.o. se orientuje na tři základní segmenty produktů, kterými jsou přání a pohlednice, balící sortiment a impulzivní dárky. Impulzivní dárky jsou spotřebním zbožím, které zákazníci nakupují neplánovaně, na základě momentálního impulsu, zboží proto bývá umístěno na místech s častou frekvencí zákazníků. V současnosti se začíná nabídka v oblasti zboží impulzivního charakteru rozšiřovat. Pro posouzení klíčových konkurentů oceňované společnosti je však důležité zohlednit, zda se konkurenti orientují nejen na prodej impulzivního zboží, ale rovněž na další dva významné

segmenty oceňovaného podniku, a sice prodej přání či pohlednic, případně balicího sortimentu.

Hlavním a zároveň největším konkurentem společnosti Nekupto s.r.o. je v současné době společnost **ALBI Česká republika a.s.** Produkty této společnosti jsou vtipné dárky impulzivního charakteru a spousta netradičních přání, konkurenční výhodou oproti Nekupto s.r.o. je však zaměření na výrobu a prodej zábavných společenských her, čímž je ALBI Česká republika a.s. jedničkou na trhu. Za hlavní konkurenční výhodou této společnosti však lze považovat to, že vlastní síť obchodů po celé České republice, což oceňované společnosti chybí. Rovněž pro své zákazníky v rámci věrnostního ALBI klubu nabízí zvýhodněné ceny produktů. Možnost výhodnějších cen pro určité segmenty zákazníků společnost Nekupto s.r.o. rovněž zatím nenabízí.

Dalším významným konkurentem v oblasti výroby papírenského zboží, pohlednic, dopisních souprav a balicího sortimentu, je společnost **Ditipo, a.s.** Tato společnost jako první uvedla na trh netradiční blahopřání s polyfonními melodiemi a světly, v současné době se v této oblasti věnuje především hracím blahopřáním s oblíbenými československými hity. V rámci speciálního sortimentu Zábavné učení, které má podporovat přirozené učení dětí formou her, jsou nabízena zábavná pexesa, výukové sešity, vystřihovánky, omalovánky, v neposlední řadě pak písanky, výukové tabulky a jiné pomůcky, např. aktovky, batohy či pouzdra.

Třetím důležitým konkurentem je společnost **Stil Trade s.r.o.**, mezi jejíž produkty patří blahopřání i pohlednice, dárkový balicí sortiment či ubrousky, kalendáře, diáře a ročenky, z oblasti školního programu pak batohy, penály, kufříky a jiné školní pomůcky. Společnost klade největší důraz na vlastní grafické řešení a kvalitu zboží, snahou je co nejvíce vyjít vstříc novým zákazníkům, jak už novými moderními designy, tak vytvářením na míru šitých řešení dle požadavků zákazníka.

Společnost **Alvarak Group a.s.** byla v minulosti rovněž považována za jednoho z hlavních konkurentů společnosti v oblasti výroby balicího sortimentu, zejména řady luxusních dárkových tašek, dárkových balicích papírů, dárkových boxů, ubrousků, dárkových stuh či samolepicích hvězdic. Firma rovněž nabízela rozsáhlý sortiment školních a kancelářských potřeb. Výroba byla přitom soustředována pro partnery společnosti po celé Evropě. Z údajů uveřejněných na stránkách justice.cz však bylo zjištěno, že u společnosti v současné době (údaj platný k 3. 4. 2016) dochází k insolvenčnímu řízení, přičemž byla

povolena reorganizace společnosti. Bližší informace se bohužel nepodařilo zjistit, tudíž je otázkou, jaký bude vývoj této firmy s ohledem na možnost ohrožení tržního podílu oceňované společnosti.

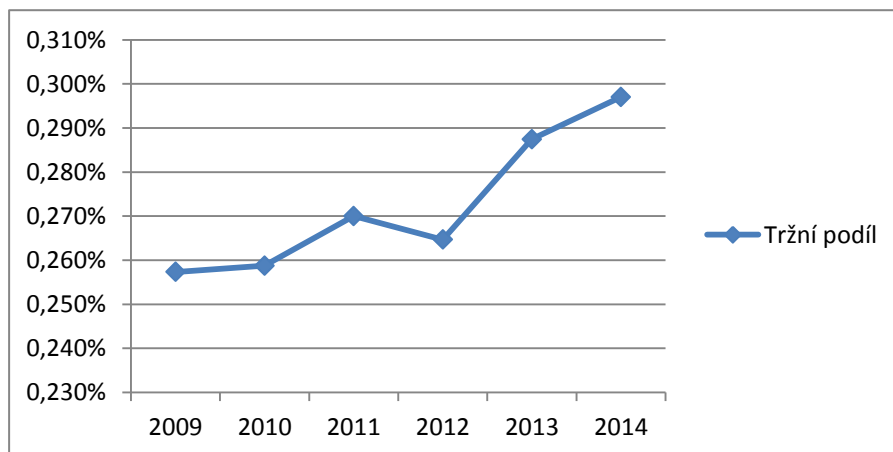
V Tab. 3.5 je zachycen vývoj tržního podílu společnosti Nekupto s.r.o. stanovený jako podíl tržeb oceňovaného podniku na výkonech odvětví CZ-NACE 17 uvedených v Tab. 3.1. Lze vidět, že s výjimkou roku 2012, kdy došlo k poklesu tržního podílu o 1,99 %, docházelo u oceňovaného podniku k růstu tržního podílu. Zmíněný pokles v roce 2012 byl zapříčiněn recesí v ekonomice, která se projevila poklesem tempa růstu HDP i růstem nezaměstnanosti. Z relativních změn tempa růstu tržního podílu společnosti Nekupto s.r.o. je vypočten jejich vážený průměr, který v rámci sledovaného období činí **3,41 %**. Váhy jsou stanoveny obdobným způsobem jako při stanovení průměrné změny tržeb relevantního trhu, tudíž největší důležitost je přisouzena roku 2014. Vývoj tržního podílu oceňovaného podniku je ilustrován v Grafu 3.4.

Tab. 3.5 Vývoj tržního podílu Nekupto s.r.o. 2009 - 2014

Rok	Tržby Nekupto s.r.o. (tis. Kč)	Tržní podíl	Relativní změna TP	Váha
2009	84 003	0,26 %	/	/
2010	96 305	0,26 %	0,54 %	12,00 %
2011	103 237	0,27 %	4,36 %	15,00 %
2012	101 564	0,26 %	-1,99 %	19,00 %
2013	114 096	0,29 %	8,61 %	24,00 %
2014	126 244	0,30 %	3,34 %	30,00 %
			Vážený průměr	3,41 %

Zdroj: výkaz zisků a ztrát společnosti, vlastní výpočty

Graf 3.4 Vývoj tržního podílu Nekupto s.r.o.



V rámci analýzy vnitřního potenciálu je rovněž nezbytné vyčíslit relativní změny tržeb oceňované společnosti. Jelikož je výše tržeb společnosti Nekupto s.r.o. za rok 2015 na rozdíl od vývoje tržeb relevantního trhu již známa, pracuje se rovněž s tímto údajem, aby následná prognóza tržeb na rok 2016 a výše co nejvíce odrážela dosavadní vývoj podniku. Průměrná změna tržeb společnosti činí ve sledovaném období **14,32 %** a je stanovena pomocí váženého průměru, kdy nejaktuálnějším údajům náleží největší váha. Veškeré vstupní údaje pro výpočet váženého průměru relativní změny tržeb oceňovaného podniku jsou uvedeny v Tab. 3.6.

Tab. 3.6 Historický vývoj tržeb Nekupto s.r.o. 2009 - 2015

Rok	Tržby Nekupto s.r.o. (tis. Kč)	Relativní změna	Váha
2009	84 003	/	/
2010	96 305	14,64 %	8,00 %
2011	103 237	7,20 %	10,00 %
2012	101 564	-1,62 %	15,00 %
2013	114 096	12,34 %	17,00 %
2014	126 244	10,65 %	20,00 %
2015	161 791	28,16 %	30,00 %
		Vážený průměr	14,32 %

Zdroj: finanční výkazy společnosti, vlastní výpočty

3.2.3 Prognóza tržeb

Prognóza tržeb je jedním z nejzásadnějších kroků pro ocenění, z tohoto důvodu je důležité věnovat jí dostatečnou pozornost. Odhad tržeb by měl být výstupem analýzy a prognózy relevantního trhu i vnitřního potenciálu, potažmo konkurenční síly podniku.

Nejprve je stanoveno průměrné tempo růstu dle vzorce (2.1) ve výši 8,69 %, přičemž vycházeno je z období let 2009 až 2014, jelikož výše tržeb odvětví CZ-NACE za rok 2015 není doposud známa. Z historického vývoje tržeb společnosti Nekupto s.r.o., se zohledněním tržeb za rok 2015, které jsou u oceňované společnosti již k dispozici, vyplývá, že průměrné tempo růstu tržeb činí 14,32 %. Zjištěná tempa růstu se tak od sebe značně odlišují, nicméně pro výsledný plán tržeb je nezbytné zohlednit oba přístupy. Jelikož je výše podnikových výkonů značně ovlivněna prostředím, v němž se firma pohybuje, a na které působí ve velké míře nejrůznější makroekonomické faktory, větší váha (0,7) je přidělena prvnímu výsledku, historickému vývoji tržeb je pak prisouzena váha nižší (0,3). Platí, že součet vah je roven jedné. Po zohlednění veškerých těchto skutečností je stanoveno tempo růstu tržeb dle vzorce (2.2) pro následující období ve výši **10,94 %**.

3.3 Finanční analýza

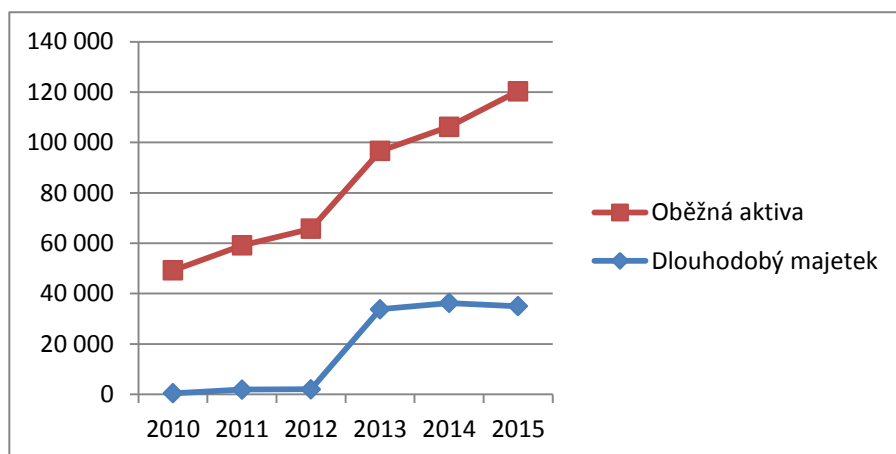
Finanční analýza je důležitou součástí finančního řízení podniku, jejímž smyslem je zhodnocení finanční situace podniku, formulování závěrů týkajících se jeho dalšího vývoje a příprava opatření ke zlepšení jeho ekonomické situace. Při oceňování spočívá úloha finanční analýzy rovněž v posouzení finančního zdraví podniku, které je předpokladem jeho dalšího fungování (tudíž je možno pro ocenění použít výnosové metody ocenění), a zároveň slouží jako podklad pro sestavení finančního plánu. Hlavním zdrojem pro finanční analýzu je rozvaha a výkaz zisků a ztrát společnosti Nekupto s.r.o. za období 2010 až 2015, které jsou součástí Přílohy č. 1 a Přílohy č. 2. Nejprve je provedena horizontální a vertikální analýza, následně pak analýza poměrových ukazatelů.

3.3.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Horizontální analýza rozvahy je analýzou vývojových trendů rozvahy a slouží k posouzení vývoje hodnot v čase. Z časových řad lze detailně zkoumat průběh změn a odhalovat dlouhodobé trendy významných položek výkazu. Horizontální analýza rozvahy společnosti Nekupto s.r.o. za rok 2010 - 2015 je součástí Přílohy č. 3 a Přílohy č. 4.

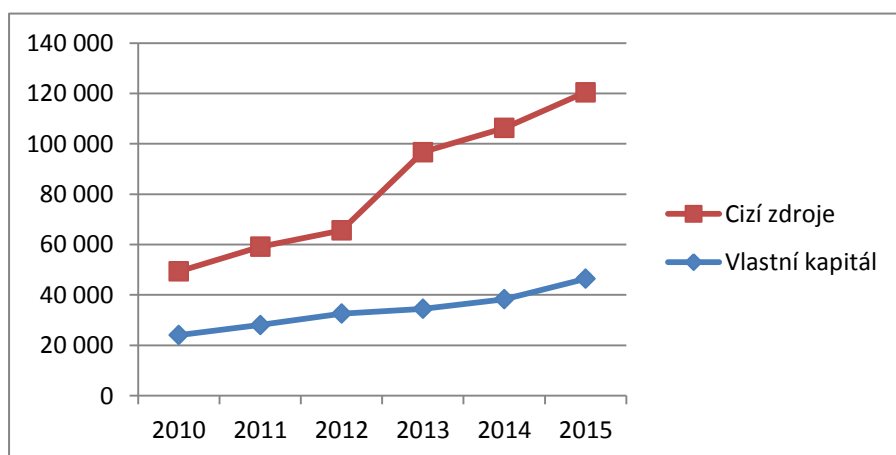
V rámci sledovaného období lze vidět růstový vývojový trend celkových aktiv. K největšímu nárůstu aktiv však došlo mezi léty 2012 a 2013, kdy meziroční změna činila celkem 47,07 %. Největší meziroční růst byl přitom vysledován u dlouhodobého majetku, který v relativním vyjádření vzrostl o 1 700 %. Společnost v tomto období učinila rozsáhlou investici do pozemků a staveb, které dříve ve svém vlastnictví neměla. Růst je pozorován rovněž v položce oběžných aktiv, která nejvíce vzrostla mezi léty 2014 a 2015, v procentním vyjádření o 21,89 %. Velkou roli zde sehrál nárůst pohledávek za společníky, pokud tyto pomineme, tak další významnou položkou podílející se na vzrůstu oběžných aktiv byly pohledávky z obchodních vztahů, jejichž celková změna v procentním vyjádření činila 17,33 %. Krátkodobý finanční majetek společnosti nejvíce vzrostl mezi rokem 2011 a 2012, celkem o 91,39 %. V rámci této kategorie stál za vzrůstem především růst peněz v hotovosti o 1 522 tis. Kč. Vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv je zaznamenán v Grafu 3.5.

Graf 3.5 Vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv



Na straně pasiv byl největší růst mezi rokem 2012 a 2013 zapříčiněn přijetím dlouhodobého bankovního úvěru. Celková meziroční změna položky bankovní úvěry a výpomoci tak činila 155,11 %. Stav dlouhodobých bankovních úvěrů se zvýšil v absolutním vyjádření o 25 569 tis. Kč, krátkodobé bankovní úvěry o 555 tis. Kč a krátkodobé finanční výpomoci o 3 042 tis. Kč. Co se týče ostatních cizích zdrojů, rezervy nejsou společností tvořeny, krátkodobé závazky vzrostly nejvíce mezi rokem 2014 a 2015, a to o 49,13 %. U vlastních zdrojů ve sledovaném období nedocházelo k zásadním změnám. Základní kapitál společnosti činil po celou dobu 100 tis. Kč, společností tvořené kapitálové fondy a rezervní fond byly rovněž udržovány na konstantní úrovni. Největší nárůst výsledku hospodaření běžného účetního období (celkem o 155,41 %) byl zaznamenán mezi léty 2014 a 2015. Vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů společnosti je ilustrován v Grafu 3.6.

Graf 3.6 Vývoj vlastních a cizích zdrojů společnosti

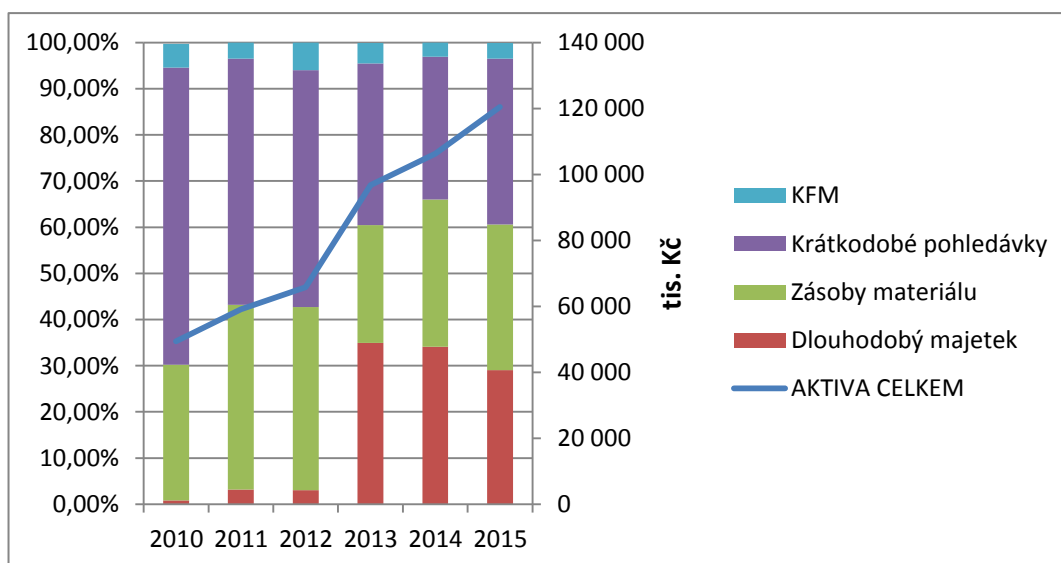


Vertikální analýza rozvahy se využívá k analýze struktury rozvahy, tzn. pomocí vertikální analýzy rozvahy lze posoudit podíl jednotlivých dílčích položek aktiv či pasiv na vybraném celku, kterým je zpravidla celková hodnota bilanční sumy. Vertikální analýza rozvahy společnosti Nekupto s.r.o. za rok 2010 - 2015 je součástí Přílohy č. 5 a Přílohy č. 6.

Ve struktuře aktiv oceňované společnosti tvořil významnou část především oběžný majetek. Tento od roku 2010 až do roku 2012 tvořil více než 90 % aktiv. Ve sledovaném období docházelo postupně k poklesu oběžných aktiv ve prospěch dlouhodobého majetku, což souviselo s upevňováním podílu oceňované společnosti na trhu, kdy tato začala od roku 2013 investovat do staveb a pozemků. Podíl dlouhodobého hmotného majetku na aktivech tak začal dosahovat hodnoty okolo 30 %. Lze se domnívat, že v souvislosti s rozšiřováním produkce bylo nutné rozšířit výrobní prostory, případně nakoupit správní budovu včetně přilehlých pozemků. Položka samostatné movité věci a soubory movitých věcí, kterými byly u oceňovaného podniku především počítače, automobily a ostatní drobný majetek, v roce 2015 činila 4,51 % z celkové hodnoty aktiv. V rámci této kategorie společnost soustavně investovala. Co se týče dlouhodobého nehmotného majetku, jeho podíl na celkových aktivech s výjimkou v roce 2013 nedosahoval ani 1 %, nicméně společnost v rámci této kategorie investovala především do softwaru, který je z hlediska povahy výrobní činnosti podniku nezbytný.

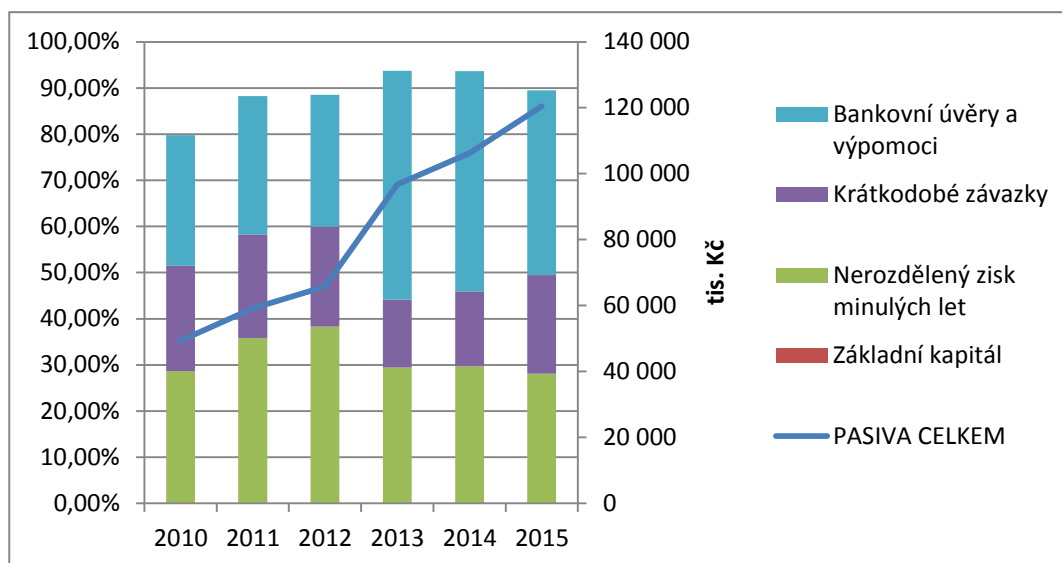
Co se týče struktury oběžných aktiv, největší část tvořily krátkodobé pohledávky, především pak pohledávky z obchodních vztahů. Podíl pohledávek z obchodních vztahů ve sledovaném období klesal, což může mít dvojí vysvětlení. Mohlo se jednat o zlepšení platební morálky odběratelů oceňovaného podniku či v horším případě o pokles významných odběratelů. Pohledávky z obchodních vztahů tak v roce 2010 činily 54,35% podíl na celkových aktivech, v roce 2015 již pouze 27,15% podíl. Zásoby činily v průměru 32,99% podíl na bilanční sumě a tvořeny byly po celé období pouze zásobami materiálu. Položka krátkodobého finančního majetku byla v čase poměrně stabilní, ve sledovaném období se její podíl na celku pohyboval v rozmezí od 3,02 % do 5,10 %. Oceňovaný podnik držel většinu svých prostředků v hotovosti, ostatní pak na bankovních účtech. Společnosti je možné doporučit možnost zvážení investic do krátkodobých cenných papírů či jiných instrumentů za účelem lepšího zhodnocení peněžních prostředků, doposud firma nevlastnila žádný dlouhodobý finanční majetek ani krátkodobé cenné papíry. Vertikálně-horizontální analýza aktiv je součástí Grafu 3.7.

Graf 3.7 Vertikálně-horizontální analýza aktiv



Struktura pasiv byla až do roku 2013 rovnoměrně rozložena mezi vlastní a cizí zdroje. V roce 2013 se pak struktura změnila ve prospěch cizího kapitálu, což souviselo především s přijetím dlouhodobého bankovního úvěru na zamýšlenou investici v oblasti staveb a pozemků, nejspíše se jednalo o výrobní prostory, jak již bylo řečeno výše. V tomto roce se tak položka dlouhodobých bankovních úvěrů změnila z 3,85% podílu na celkovém objemu pasiv na 29,05% podíl. Celkový podíl kategorie bankovních úvěrů a výpomocí na pasivech tak činil téměř 50 %. V následujících obdobích již v souvislosti s bezproblémovým splácením dlouhodobého úvěru tento celkový podíl stával nižším, nicméně stále se držel na hranici okolo 40 % z důvodu růstu podílu bankovních úvěrů krátkodobých ze 7,38 % v roce 2013 na 8,42 % v roce 2015. Z krátkodobých závazků zaujímaly největší podíl na struktuře pasiv závazky z obchodních vztahů. Tyto tvořily průměrně 12,68 % z celkové hodnoty pasiv. V oblasti cizích zdrojů měla ještě společnost dlouhodobé závazky, které byly tvořeny dlouhodobými přijatými zálohami. Jejich podíl na pasivech však byl nevýznamný, nedosahoval ani 1 %. Rezervy společnost netvořila. Na straně vlastních zdrojů byl nejvýznamnější položkou nerozdělený zisk minulých let, který tvořil průměrně přibližně 30 % z celkových pasiv. Společnost pravidelně přidělovala část zisku do rezervního fondu, podíl této položky na celku byl po celou dobu konstantní ve výši 0,01 %. Vertikálně-horizontální analýza pasiv je součástí Grafu 3.8.

Graf 3.8 Vertikálně-horizontální analýza pasiv



3.3.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

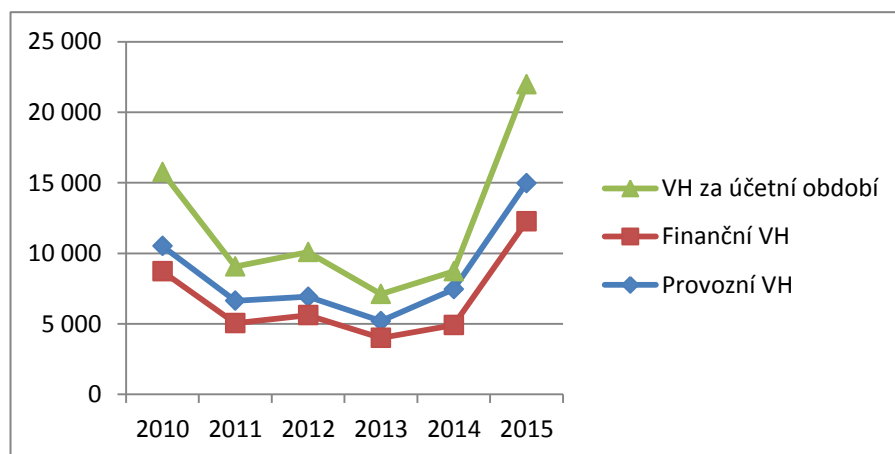
Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát se využívá pro sledování a vyhodnocování změn jednotlivých nákladových a výnosových položek v čase. Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát společnosti Nekupto s.r.o. za rok 2010 - 2015 je součástí Přílohy č. 7.

S výjimkou přelomu období 2011 až 2012, kdy došlo k meziročnímu poklesu výkonů o 1,62 %, lze vysledovat jejich růstové tendence. Největšího přírůstku tržeb bylo dosaženo mezi léty 2014 až 2015, v absolutním vyjádření celkem o 35 547 tis. Kč. V tomto období došlo zároveň k největšímu meziročnímu vzrůstu výkonové spotřeby, celkem o 30,63 %. V souvislosti s větším počtem zakázek totiž docházelo k větší spotřebě materiálu a energií, jejichž nárůst činil oproti minulému roku 21 684 tis. Kč. U osobních nákladů docházelo po celou analyzovanou dobu k jejich růstu, avšak snižujícím se tempem. Dělo se tak především v důsledku růstu mzdových nákladů, které zároveň způsobovaly růst nákladů na sociální a zdravotní pojištění. Mzdové náklady nejvíce vzrostly mezi rokem 2010 a 2011, celkem o 20,37 %, náklady na sociální a zdravotní pojištění pak o 22,61 %.

U oceňovaného podniku došlo k prvnímu výraznějšímu nárůstu dlouhodobého majetku na přelomu období 2010 a 2011, v souvislosti s tímto tak došlo k růstu nákladové položky odpisů dlouhodobého majetku z původních 10 tis. Kč na 259 tis. Kč, v relativním vyjádření to byla změna o 2 490 %. Další výraznější vzrůst odpisů byl způsoben další

investicí do aktiv podniku, a sice mezi léty 2013 a 2014. Náklady na odpisy v tomto případě stouply o 196,13 %. Co se týče provozního zisku, jeho největší nárůst byl zaznamenán na přelomu roku 2014 a 2015. Meziroční vzrůst činil 100,87 %. U finančního výsledku hospodaření, který je po celou sledovanou dobu záporný, docházelo nejprve k meziročnímu snižování ztráty v této oblasti, nicméně situace se změnila po přijetí dlouhodobého bankovního úvěru v roce 2013. V souvislosti s růstem především v položce ostatních finančních nákladů (v průměru o 41,12 %) došlo k dalšímu prohloubení ztráty, nejprve o 112,99 %, poté o 6,97 %. Vývoj jednotlivých výsledků hospodaření společnosti v čase je znázorněn v Grafu 3.9.

Graf 3.9 Vývoj výsledků hospodaření společnosti



Pomocí **vertikální analýzy výkazu zisku a ztrát** je sledován podíl jednotlivých nákladů a výnosů na vybraném souhrnném ukazateli, kterým jsou v tomto případě podnikové výkony. Tyto jsou ze 100 % tvořeny tržbami za prodej výrobků a služeb. Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát společnosti Nekupto s.r.o. za rok 2010 - 2015 je součástí Přílohy č. 8.

Co se týče nákladových položek, největší podíl na tržbách podniku zaujímá výkonová spotřeba. Ta po celé analyzované období činila více než 60 % z tržeb za prodej výrobků a služeb oceňovaného podniku. Až do roku 2013 byly v rámci této kategorie poměrně rovnoměrně rozloženy nákladové položky mezi náklady na spotřebu materiálu a energie a náklady na služby. Poté již začíná větší procento z výkonů společnosti zaujímat spotřeba energie, zatímco podíl služeb klesá. V roce 2014 činil podíl spotřeby materiálu a energie na výkonech 40,35 % a podíl služeb 24,55 %, v roce následujícím to bylo 44,89 % pro spotřebu materiálu a energie a 21,27 % pro služby. Je pravděpodobné, že společnosti klesaly náklady na služby v souvislosti s nutností placení nižšího nájemného za výrobní prostory,

jelikož firma od roku 2013 zahájila investiční aktivitu právě v oblasti staveb, což vplynulo z horizontální a vertikální analýzy aktiv. Položka osobních nákladů představovala průměrně 24,82 % z výkonů.

Dalším nákladem jsou odpisy dlouhodobého majetku, jejichž podíl na výkonech postupně narůstá, což odpovídá vývoji stálých aktiv. V roce 2015 odpisy činily 2,32% podíl na výkonech. Finanční výsledek hospodaření se v minulosti pohyboval vždy v záporných hodnotách. Oceňovaný podnik financoval podstatnou část svého majetku bankovními úvěry, náklady na tyto úvěry v podobě nákladových úroků či poplatků se pak odrazily právě v záporném finančním výsledku hospodaření. Nákladové úroky však tvoří v průměru pouze 1,15% podíl na tržbách. Provozní výsledek hospodaření v roce 2013 představoval pouze 4,55 % podnikových výkonů, což bylo zapříčiněno především vysokým poměrem výkonové spotřeby (68,35 %). Naopak nejlepšího poměru provozního zisku a výkonů bylo dosaženo v letech 2010 a 2015. V roce 2010 činil tento poměr 10,92 %, v roce 2015 pak 9,26 %.

3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Vedle horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů lze pro posouzení finanční situace podniku rovněž využít analýzu poměrových ukazatelů. Nejčastěji se jedná o ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, likvidity a aktivity.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatele finanční stability a zadluženosti slouží k posouzení struktury vlastních a cizích zdrojů, které jsou využívány k financování podnikových potřeb. Vývoj základních ukazatelů z této skupiny je znázorněn v Tab. 3.7.

Tab. 3.7 Vývoj ukazatelů finanční stability a zadluženosti

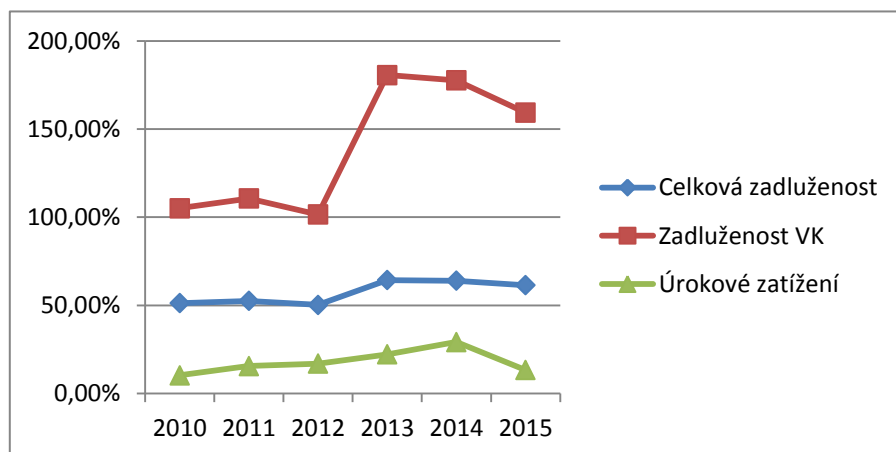
Ukazatel	Číslo vzorce	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Podíl VK na A (%)	2.3	48,75	47,48	49,50	35,64	36,01	38,57
Stupeň krytí SA (%)	2.4	6 363	1 502	1 754	185	182	204
Finanční páka	/	2,05	2,11	2,02	2,81	2,78	2,59
Celková zadluženost (%)	2.5	51,25	52,52	50,27	64,36	63,99	61,43
Zadluženost VK (%)	2.6	105,14	110,60	101,55	180,61	177,67	159,29
Úrokové krytí	2.7	9,72	6,42	5,89	4,51	3,42	7,51
Úrokové zatížení (%)	2.8	10,29	15,59	16,99	22,20	29,24	13,31

Mezi nejdůležitější ukazatele z této kategorie patří ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech, jenž umožňuje hodnotit různé stránky finanční stability podniku. Pomocí vývoje podílu vlastního kapitálu na aktivech lze posoudit finanční samostatnost podniku, jelikož platí, že čím vyšší tento podíl je, tím více jsou aktiva kryta vlastními zdroji. Ve sledovaném období lze vysledovat, že od roku 2013 dochází ke zvyšování tohoto ukazatele, který se pomalu přibližuje hodnotě 40 %. Příčinou je rostoucí vlastní kapitál společnosti i celková hodnota aktiv, k jejichž růstu dopomohla především rozsáhlá investice do staveb a pozemků v roce 2013. Stupeň krytí stálých aktiv by měl dosahovat alespoň hodnoty 100 %, tzn., že veškerý dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji. V roce 2010 lze vysledovat, že podnik byl silně překapitalizován, jelikož ukazatel dosahuje hodnoty 6 363 %. Hlavním důvodem byl zejména nízký objem dlouhodobého majetku, který byl tvořen pouze samostatnými movitými věci a soubory a jiným dlouhodobým nehmotným majetkem. Po rozsáhlé investici do dlouhodobého majetku v roce 2013 se již situace zlepšila a ukazatel se od této chvíle začal pohybovat okolo hodnoty 200 %. Majetkový koeficient či tzv. finanční páka by měla být v čase stabilní, což je v daném případě splněno. Čím vyšších hodnot dosahuje, tím nižší je podíl vlastního kapitálu na celkových zdrojích a tím vyšší je míra zadlužení, zároveň je však dosahováno většího efektu v rámci rentability vlastního kapitálu.

Ukazatel celkové zadluženosti zpravidla vypovídá o riziku pro věřitele, neboť měří jejich podíl na celkovém kapitálu společnosti. Žádoucím trendem je klesající zadluženost, čehož bylo do roku 2013 dosaženo, nicméně v tomto roce došlo k nárůstu celkové zadluženosti na 64,36 % v důsledku přijetí dlouhodobého bankovního úvěru, od tohoto okamžiku již zadluženost klesala. Obdobného vývoje bylo dosaženo u ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu. U stabilních podniků by se tento měl pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %, přičemž tato žádoucí hranice je od roku 2013 překročena. Díky klesající tendenci se však dá v následujících obdobích při řádném splácení dlouhodobého úvěru očekávat návrat ke 120 %. Úrokové krytí by mělo mít v čase rostoucí trend, jelikož čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tolikrát je vytvořený zisk vyšší než úroky. Lze vysledovat, že až do roku 2014 žádoucího trendu nebylo dosaženo. Nákladové úroky byly v čase poměrně stabilní, hlavní příčinou byl především klesající *EBIT*. V roce 2015 došlo k výraznému nárůstu provozního zisku v důsledku nárůstu podnikových výkonů, a tudíž ukazatel úrokového krytí vzrostl na hodnotu 7,51. Ukazatelem úrokového zatížení je pak vyjádřeno, jakou část z *EBIT* odčerpají úroky. Nejvyššího úrokového zatížení (29,24 %) bylo přitom dosaženo v roce 2014, kdy hodnota úrokových nákladů oproti předchozímu období vzrostla téměř o polovinu. V roce

2015 již úrokové zatížení kleslo na hodnotu 13,31 %, kdy bylo dosaženo historicky nejnižšího provozního zisku, rovněž došlo k mírnému poklesu nákladových úroků. Vývoj ukazatelů finanční stability a zadluženosti je rovněž ilustrován v Grafu 3.10.

Graf 3.10 Vývoj zadluženosti v letech 2010 - 2015



Ukazatele rentability

Ukazateli rentability je hodnocena schopnost podniku zhodnocovat zdroje vložené do podnikání, přičemž vyšší hodnoty ukazatele vypovídají o dosažení většího efektu z daného kapitálu. Vývoj rentability společnosti Nekupto s.r.o. je uveden v Tab. 3.8.

Tab. 3.8 Vývoj ukazatelů rentability

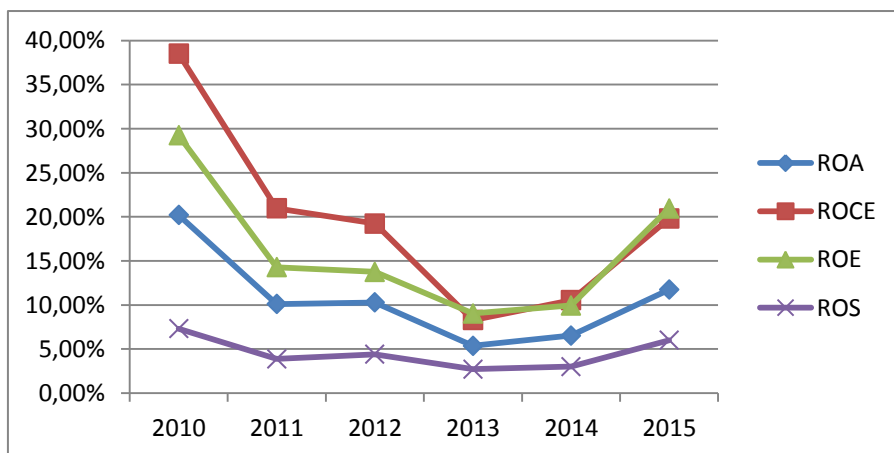
Ukazatel	Číslo vzorce	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA (%)	2.9	20,20	10,11	10,28	5,37	6,54	11,74
ROCE (%)	2.10	38,51	20,97	19,24	8,29	10,55	19,80
ROE (%)	2.11	29,24	14,29	13,75	9,03	9,95	20,94
ROS (%)	2.12	7,31	3,89	4,41	2,73	3,02	6,01

Jedním ze základních ukazatelů této skupiny je ukazatel rentability aktiv, poměřující zisk s celkovou hodnotou aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou tyto financovány. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2010, kdy *ROA* činilo 20,20 %, což souvisí s poměrně vysokým *EBIT* a nižší hodnotou aktiv v porovnání s následujícími obdobími. Rentabilita aktiv rapidně poklesla v roce 2013, což souviselo s již zmiňovanými investicemi do dlouhodobého majetku, provázenými poklesem zisku. *EBIT* však již v roce 2014 začal růst, což se projevilo rovněž v *ROA*, které vzrostlo na 6,54 % a růstové tendence si udrželo i pro následující rok. Tehdy dosáhla hodnota ukazatele výše 11,74 %, což bylo především následkem růstu tržeb,

jenž se projevil v rapidním nárůstu zisku. Obdobný průběh měla rovněž rentabilita dlouhodobých zdrojů, v rámci níž je hodnocena výnosnost vlastního kapitálu ve spojení s dlouhodobými zdroji. Nejnižších hodnot je dosahováno v letech 2013 a 2014, jelikož podnik přijal dlouhodobý bankovní úvěr pro financování nových výrobních prostor, a zároveň z důvodu rostoucích nákladů bylo dosahováno nižších zisků. Situace se zlepšila v roce 2015, kdy rentabilita dlouhodobých zdrojů díky nárůstu *EBIT* dosáhla 19,80 %.

Rentabilita vlastního kapitálu poměřuje čistý zisk ve vztahu k vlastnímu kapitálu. Ve sledovaném období si lze povšimnout jeho sestupné vývojové tendence až na nejnižší hodnotu 9,03 % v roce 2013, kdy společnost vykázala nejnižší čistý zisk, a sice ve výši 3 112 tis. Kč. V roce 2015 se již hodnota ukazatele *ROE* dostala z 9,95 % na 20,94 %. Prudký nárůst rentability vlastního kapitálu může způsobovat několik důvodů. Pokud by došlo k jeho růstu v důsledku kumulace nerozděleného zisku minulých let, signalizovalo by to špatnou investiční politiku firmy. V tomto případě však růst *ROE* způsobil růst čistého zisku zapříčiněný vyššími podnikovými tržbami oproti předchozím obdobím. Vysoké tržby v roce 2015 se odrážejí rovněž v ukazateli rentability tržeb, která v tomto období vzrostla z původních 3,02 % na 6,01 %. Na 1 Kč tržeb tak připadlo 0,0601 Kč zisku. Vývoj rentability společnosti Nekupto s.r.o. je ilustrován v Grafu 3.11.

Graf 3.11 Vývoj rentability v letech 2010 - 2015



Ukazatele likvidity

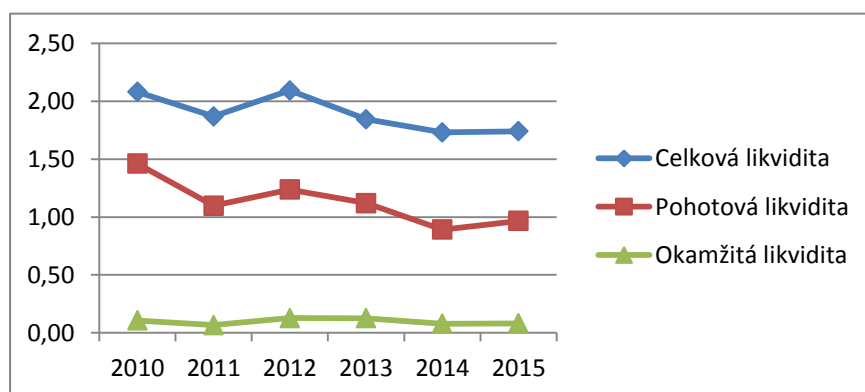
Likviditou je hodnocena schopnost podniku dostát svým závazkům. Vývoj celkové, pohotové i okamžité likvidity je zaznamenán v Tab. 3.9 i pomocí Grafu 3.12. V tabulce je rovněž uveden vývoj čistého pracovního kapitálu zjištěného pomocí obou výše uvedených přístupů.

Tab. 3.9 Vývoj ukazatelů likvidity

Ukazatel	Číslo vzorce	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková likvidita	2.13	2,08	1,87	2,09	1,84	1,73	1,74
Pohotová likvidita	2.14	1,46	1,10	1,24	1,12	0,89	0,97
Okamžitá likvidita	2.15	0,11	0,07	0,13	0,13	0,08	0,08
ČPK (tis. Kč)	2.16	25 492	26 609	33 137	28 850	29 597	36 426
ČPK (tis. Kč)	2.17	25 492	26 609	33 137	28 850	29 597	36 426

Ukazatelem celkové likvidity jsou poměřována oběžná aktiva s krátkodobými neúročenými závazky, v čase by měl být ukazatel stabilní, čehož bylo v daném případě dosaženo. Dle údajů MPO se celková likvidita podniků působících v odvětví výroby papírů a výrobků z papíru průměrně pohybovala v doporučeném rozmezí 1,5 až 2,5, což splňuje i sledovaná společnost. Nejvyšší hodnoty celkové likvidity v roce 2010 a 2012 souvisí s nejnižšími hodnotami krátkodobých závazků během sledovaného období, kdy společnost ještě nedisponovala cizím kapitálem v podobě dlouhodobého bankovního úvěru, který byl přijat až v roce 2013. Od tohoto okamžiku sice hodnota celkové likvidity klesá, v důsledku růstu oběžných aktiv však pomalým tempem. Ukazatel pohotové likvidity zohledňuje skutečnost, že některé zásoby mohou být hůře prodejné a zároveň je jejich výše odvislá od způsobu jejich ocenění, z tohoto důvodu jsou od oběžných aktiv zásoby odečítány. Doporučenými hodnotami je rozmezí 1,0 až 1,5, což nebylo splněno pouze v letech 2014 a 2015. V rámci okamžité likvidity jsou vzhledem ke krátkodobým závazkům vztaženy pouze pohotové peněžní prostředky. Tento ukazatel se zpravidla využívá pouze k dokreslení úrovně likvidity společnosti, jelikož bývá v čase poměrně nestabilní. Hodnoty okamžité likvidity se pohybovaly okolo 0,1. Výše čistého pracovního kapitálu od roku 2013 narůstá, v roce 2015 čistý pracovní kapitál činil 36 426 tis. Kč, což byla nejvyšší hodnota v rámci sledovaného období.

Graf 3.12 Vývoj likvidity v letech 2010 - 2015



Ukazatele aktivity

K řízení podnikových aktiv (resp. pasiv) slouží ukazatele aktivity, v rámci nichž je sledována především jejich doba obratu a obratovost. Dobou obratu je vyjádřeno, za jak dlouho dojde k obratu jednotlivých položek, obratovostí pak počet obrátů, ke kterým dojde během jednoho roku. Vývoj obrátky aktiv a doby obratu jednotlivých položek v období let 2010 až 2015 je uvedena v Tab. 3.10.

Tab. 3.10 Vývoj ukazatelů aktivity

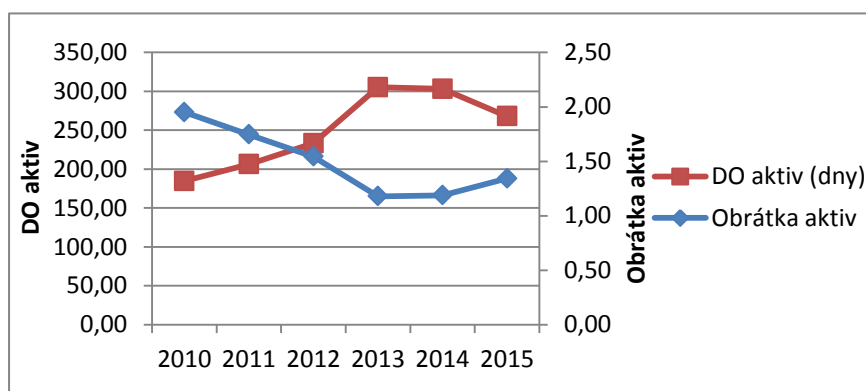
Ukazatel	Číslo vzorce	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obrátka aktiv	2.18	1,95	1,75	1,54	1,18	1,19	1,34
DO aktiv (dny)	2.19	184,56	206,20	233,11	305,17	303,09	268,07
DO zásob (dny)	2.19	54,28	82,39	92,39	77,91	96,74	84,41
DO pohledávek (dny)	2.19	100,31	96,35	102,82	94,43	79,50	72,79
DO závazků (dny)	2.19	42,07	46,33	50,34	44,89	49,18	57,23
Pravidlo solventnosti	/	NEPLATÍ	NEPLATÍ	NEPLATÍ	NEPLATÍ	NEPLATÍ	NEPLATÍ

Obrátka aktiv byla nejnižší v letech 2013 a 2014, což mělo souvislost s růstem dlouhodobého hmotného majetku, tržby si v tomto období udržovaly růstový trend. Obecně platí, že obrátka aktiv by měla v čase růst, jelikož tento vývoj svědčí o efektivnějším využití majetku, nicméně oceňovaná společnost zažívala v rámci ukazatele spíše opačný trend. Situace se zlepšila v roce 2015, kdy obrátka aktiv vzrostla z 1,19 na 1,34. Lepšího využití aktiv bylo dosaženo především v důsledku vyšších podnikových výkonů, jednou z příčin byl i pokles v položce softwaru v rámci dlouhodobého nehmotného majetku a pokles samostatných movitých věcí jakožto součásti dlouhodobého hmotného majetku. Doba obratu aktiv je převrácenou hodnotou k obratovosti aktiv, lze tudíž vysledovat opačný vývoj ukazatele, jak vyplývá z povahy vzorce. Nejvíce dnů tak v podniku trvala přeměna majetku v roce 2013 (305,17 dnů), zatímco v roce 2010 to bylo pouze 184,56 dnů. Nutno poznamenat, že v této době ještě nebyly součástí podnikového majetku stavby a pozemky, proto je hodnota ve srovnání s ostatními o tolik nízká. Vývoj doby obratu a obrátky aktiv je rovněž zaznamenán v Grafu 3.13.

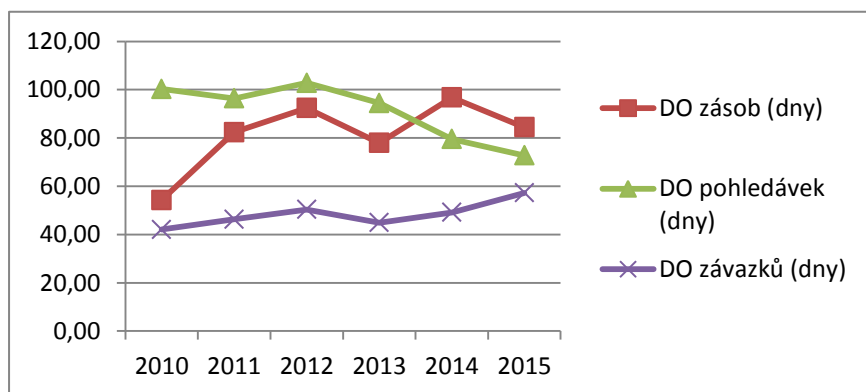
Co se týče položky zásob, společnost v této kategorii eviduje pouze materiál, který je nezbytný pro výrobu jednotlivých produktů, žádné jiné zásoby tato nemá. Ve sledovaném období bylo dosaženo průměrné doby obratu zásob 81,35 dnů. Nejnižší doba obratu byla

zaznamenána v roce 2010, kdy společnost neměla ještě tolik zakázek jako v následujících obdobích, a tudíž nepotřebovala ani tolik materiálu. Rovněž podnikové výkony byly nižší než v dalších obdobích. Při určování doby obratu pohledávek a závazků se zejména sleduje, zda platí tzv. pravidlo solventnosti. Dle tohoto pravidla by měla být doba obratu závazků vyšší než doba obratu pohledávek, aby společnost dokázala získat dostatek prostředků k úhradě svých závazků. Lze vidět, že ani v jednom roce tento předpoklad nebyl splněn. Doba obratu pohledávek nicméně splňuje žádoucí trend ohledně snižování tohoto ukazatele v čase. Od roku 2012 dochází k jeho poklesu. Jelikož lze vidět nárůst pohledávek z obchodních vztahů, lze usuzovat především na zlepšování platební morálky odběratelů. Klesající doba obratu pohledávek však rovněž souvisí s růstem tržeb společnosti. Naproti tomu u doby obratu závazků lze vysledovat rostoucí trend. Ukazatel charakterizuje platební disciplínu podniku vůči hlavním dodavatelům. Ve společnosti docházelo k růstu v položce obchodních závazků souvisejících s vyšším počtem zakázek, což se mimo jiné odrazilo v tržbách. Z tohoto důvodu nelze hovořit o horší platební disciplíně podniku. Vývoj doby obratu pohledávek, zásob i krátkodobých závazků ve sledovaném období je součástí Grafu 3.14.

Graf 3.13 Vývoj doby obratu a obrátky aktiv v letech 2010 - 2015



Graf 3.14 Vývoj doby obratu zásob, pohledávek a závazků v letech 2010 - 2015



Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

V rámci finanční analýzy jsou v praxi často využívány tzv. souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku. Jejich smyslem je vyjádřit výkonnost podniku pomocí jednoho čísla a staví na předpokladu, že v podniku, který je do budoucna ohrožen, dochází již v současnosti k určitým výchylkám od standardního vývoje. V rámci této práce je použit index důvěryhodnosti *IN05* a Altmanův *Z-Score* model.

Vstupní data pro výpočet indexu *IN05* (2.20) včetně výsledných hodnot indexu jsou zaznamenány v Tab. 3.11. Lze vysledovat spíše klesající vývojové tendence ukazatele, přičemž žádoucí hodnotu 1,6 přesahuje pouze v roce 2010. Tato hraniční hodnota slouží k posouzení toho, zda podnik dokáže tvořit hodnotu či nikoliv. Ostatní hodnoty ukazatele se nachází v tzv. šedé zóně nevyhraněných výsledků. Dle tohoto ukazatele lze tedy říci, že podnik by v budoucnu mohl mít finanční problémy, nicméně od roku 2015 došlo k opětovnému nárůstu indexu na hodnotu 1,42. Lze se tedy domnívat, že podnik se bude schopen v budoucnu dostat nad žádoucí hranici 1,6, jako tomu bylo v roce 2010.

Tab. 3.11 Index *IN05*

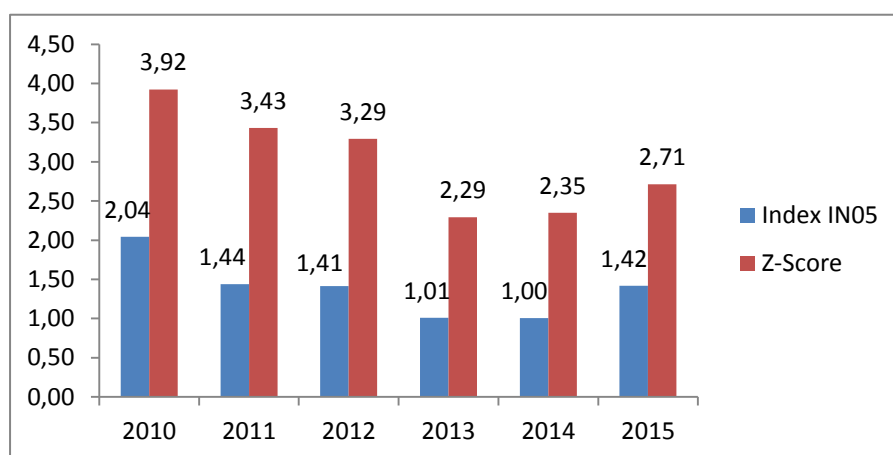
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
aktiva / cizí zdroje	1,95	1,90	1,99	1,55	1,56	1,63
EBIT / nákladové úroky	9,72	6,42	5,89	4,51	3,42	7,51
EBIT / aktiva	0,20	0,10	0,10	0,05	0,07	0,12
tržby / aktiva	1,95	1,75	1,54	1,18	1,19	1,34
oběžná aktiva / krátkodobé závazky	2,08	1,87	2,09	1,84	1,73	1,74
INDEX IN05	2,04	1,44	1,41	1,01	1,00	1,42

Pro ověření závěrů plynoucích z vývoje hodnot indexu *IN05* byl vypočten rovněž model *Z-Score* (2.21). Vstupní data pro výpočet včetně výsledných hodnot modelu jsou uvedena v Tab. 3.12. Stejně jako v případě indexu *IN05* si lze ve sledovaném období všimnout postupného poklesu hodnot. Dle tohoto modelu je podnik v dobré finanční situaci v případě, když hodnoty *Z-Score* přesahují hranici 2,9. Tento předpoklad byl splněn až do roku 2013. Poté se výsledky pohybují v tzv. šedé zóně nevyhraněných výsledků. Stejně jako u indexu *IN05* však došlo v roce 2015 k obratu ve vývoji a hodnoty *Z-Score* modelu se přibližují číslu 2,9 svědčícímu o dobré finanční situaci. Vývoj hodnot zjištěných prostřednictvím indexu *IN05* a *Z-Score* modelu je zobrazen rovněž v Grafu 3.15.

Tab. 3.12 Z-SCORE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
pracovní kapitál / aktiva	0,99	0,97	0,97	0,65	0,66	0,71
nerozdělený zisk / aktiva	0,28	0,36	0,38	0,29	0,30	0,28
EBIT / aktiva	0,20	0,10	0,10	0,05	0,07	0,12
vlastní kapitál / dluhy	0,95	0,90	0,98	0,55	0,56	0,63
tržby / aktiva	1,95	1,75	1,54	1,18	1,19	1,34
Z-SCORE	3,92	3,43	3,29	2,29	2,35	2,71

Graf 3.15 Vývoj indexu IN05 a Z-Score modelu



Zhodnocení finanční analýzy

Analyzovaným obdobím, za které byla hodnocena finanční situace oceňovaného podniku, byla léta 2010 - 2015. Aktiva společnosti jsou z větší části tvořena oběžným majetkem, což odpovídá povaze její činnosti. Pro svou činnost totiž potřebuje zejména velké množství materiálu, které využívá pro výrobu impulzivního zboží, blahopřání i balicího sortimentu. Nedílnou součástí oběžných aktiv pak tvoří krátkodobé pohledávky, které se v čase v důsledku získávání většího počtu zakázek, zvyšují. Co se týče dlouhodobého majetku, u tohoto se projevil skokový nárůst zejména mezi rokem 2012 a 2013, kdy společnost nakoupila pozemky a stavby. Aktiva společnosti jsou financována především prostřednictvím cizích zdrojů, zejména bankovními úvěry a výpomocemi. Celková zadluženost podniku se pohybuje okolo 60 %, od roku 2014 se však daří zadluženost snižovat, takže existuje předpoklad pokračování tohoto žádoucího trendu. Z analýzy nákladů a výnosů vyplývá, že společnosti po celé analyzované období vyjma roku 2012 rostou tržby za prodej výrobků a služeb, v oblasti nákladů zaujímá významnou část zejména výkonová spotřeba a osobní náklady. Provozní výsledek hospodaření od roku 2013 roste.

Za výrazným propadem rentability v roce 2013 stál především pokles provozního zisku vzniklý v důsledku růstu nákladů. V souvislosti s investicí do dlouhodobého majetku firmě narostla položka odpisů dlouhodobého majetku, rovněž v tomto období došlo k prodeji opotřebovaného majetku, což se projevilo nárůstem nákladové položky zůstatkové ceny tohoto majetku. Od roku 2013 však již rentabilita podniku vykazuje růstový trend, který by měl být zachován i v dalších letech. V oblasti likvidity si společnost počíná velmi dobře, u všech tří ukazatelů dosahuje žádoucích hodnot, kterých je dosahováno v odvětví, v němž se společnost pohybuje. Menší problém nastává se solventností podniku, ve všech sledovaných letech přesahuje doba obratu pohledávek dobu obratu závazků.

Ze souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně, kterými jsou Index *IN05* a Altmanův *Z-Score* model, vyplývá, že v posledních letech se podnik pohybuje v tzv. šedé zóně nevyhraněných výsledků, u níž lze těžko posoudit, zda má podnik finanční problémy či nikoliv. V roce 2015 se však společnost v rámci obou modelů přiblížila hranici svědčící o dobrém finančním zdraví podniku, v níž se nacházela na začátku sledovaného období, zejména před rokem 2013. Tento trend by měl v souvislosti s upevňováním tržní pozice, růstem tržeb i výsledku hospodaření podniku pokračovat i v budoucích letech.

Na základě výsledků finanční analýzy, především z důvodu rostoucí rentability, potažmo rostoucích tržeb a provozního výsledku hospodaření v posledních letech lze konstatovat, že podnik je dostatečně rentabilní, je zde tudíž předpoklad jeho existence donekonečna, a tudíž **lze pro ocenění použít výnosové metody.**

3.4 SWOT analýza

Cílem SWOT analýzy je popis silných a slabé stránek, hrozeb a příležitostí podniku Nekupto s.r.o. Tato analýza by měla být především výsledkem finanční a strategické analýzy podniku.

Silné stránky: rostoucí trend tržeb, rostoucí trend rentability v posledních dvou letech, bezproblémový přístup k bankovnímu financování, snižování celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu i úrokového zatížení, stabilita likvidity v čase, malá konkurence, 19 let zkušeností a porozumění trhu, zkušený obchodní zástupci v České republice i na Slovensku, vlastní grafické oddělení se zkušenými pracovníky, spolupráce s italskými firmami v oblasti designu a sledování nejnovějších designových trendů, v rámci

balicích sortimentu nabídka přírodních materiálů Ecocolor, raphie či kraft, výrobky s výhradně českými texty.

Slabé stránky: vyšší financování cizím kapitálem oproti konkurenci, zejména pak bankovními úvěry, horší solventnost, vyšší ceny oproti konkurenci, nízká reklamní aktivita.

Příležitosti: upevnění tržní pozice v zahraničí, proniknutí na nové trhy, rozvoj nových prodejních kanálů (např. možnost objednávek přes internet), technologické inovace, orientace na nové zákazníky.

Hrozby: vstup nového konkurenta na trh, politické změny, změny daňových sazeb, hospodářská krize, změna konzumního chování spotřebitele – odklon od výrobků, pokles spotřeby, růst nezaměstnanosti, ztráta dobrého jména firmy, přesycení trhu zbožím impulsivního charakteru.

3.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Před zahájením tvorby finančního plánu a samotného ocenění by nejprve, pokud je to alespoň trochu možné, měla být z celkových aktiv vyňata ta, která nesouvisí s hlavním provozem podniku. Důvodem je jejich malé využití v podniku, často nulové příjmy z nich plynoucí a s tím související vyšší rizikovost.

V rámci této práce je pro nedostatek interních informací oceňovaného podniku vycházeno z vyčlenění těch položek, které jsou obecně považovány za neprovozní. Jako neprovozní majetek je obvykle označován kupříkladu dlouhodobý finanční majetek, pokud se nejedná o investice do jiných společností, které by souvisely s hlavním provozem. Společnost Nekupto s.r.o. v analyzovaném období 2010 až 2015 nevykazovala žádný dlouhodobý finanční majetek, tato položka tudíž nemusela být řešena. Co se týče krátkodobého finančního majetku, jak tvrdí Copeland, Koller a Murrin (2000), vyloučena by měla být hotovost a obchodovatelné cenné papíry ve výši přesahující nezbytně nutnou část sloužící k provozním potřebám podniku. Oceňovaná společnost ve sledovaném období vykazovala nulovou výši krátkodobých cenných papírů, v rámci kategorie krátkodobého finančního majetku tak byla řešena pouze hotovost a peníze na bankovním účtu. Maximálně provozně nezbytná úroveň těchto dvou položek je nejčastěji odhadována pomocí ukazatele okamžité likvidity (2.15). Obecně je přitom doporučováno, aby peněžní prostředky v hotovosti a na běžném účtu dosahovaly maximálně 20 % krátkodobých závazků. Pro účely této práce je pracováno

s 15 %, jelikož průměrná okamžitá likvidita v odvětví dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE 17 činí 0,15.

Dalším provozně nepotřebným majetkem jsou například rekreační zařízení pro zaměstnance, nevyužívané pozemky a zásoby, nedobytné pohledávky. Z důvodu nedostatku interních informací je položka dlouhodobého majetku i zásob považována za provozně potřebnou v plném rozsahu. U krátkodobých pohledávek došlo k vyloučení pohledávek za společníky a tzv. jiných pohledávek, jejichž bližší struktura není známa. Časové rozlišení aktivní je dle obecných pravidel posuzováno rovněž v plné výši jako provozní. Výsledná výše aktiv v provozně potřebné výši je uvedena v Tab. 3.13. V tabulce je rovněž uveden celkový součet provozně potřebných aktiv a dopočítána výše neprovozních aktiv.

Tab. 3.13 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Položka (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý nehmotný majetek	193	193	193	1 192	1 044	890
Dlouhodobý hmotný majetek	214	1 705	1 810	32 580	35 211	34 135
Dlouhodobý majetek celkem	407	1 898	2 003	33 772	36 255	35 025
Zásoby	14 520	23 626	26 065	24 691	33 925	37 936
Pohledávky	29 976	29 566	32 342	31 531	31 086	35 326
Provozně nutné peníze	1 688	1 993	2 130	2 134	2 587	3 858
Časové rozlišení aktiv	159	7	19	78	55	160
Provozně potřebná aktiva celkem	46 750	57 090	62 559	92 206	103 908	112 305
Provozně nepotřebná aktiva	2 622	2 043	3 207	4 514	2 379	8 172

3.5.1 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

V souvislosti s vyčleněním neprovozních aktiv je zároveň důležité provést úpravu výsledku hospodaření takovým způsobem, aby z něj byly vyloučeny náklady a výnosy vztahující se k neprovoznímu majetku. Východiskem pro jeho výpočet je přitom provozní výsledek hospodaření převzatý z výkazu zisků a ztrát společnosti Nekupto s.r.o. za rok 2010 až 2015. Tento je pro použití nejvhodnější, jelikož neobsahuje mimořádné náklady a výnosy, které by do ocenění neměly vstupovat.

Z provozního výsledku hospodaření byl vyloučen výsledek hospodaření z prodeje majetku a materiálu, čímž došlo k vyloučení výnosů z prodeje těchto položek a nákladů na jejich prodej. Prodej majetku a materiálu má totiž nahodilý charakter a nesouvisí s hlavní provozní činností oceňovaného podniku. Dále je doporučováno z provozního zisku vyjmout

odpisy neprovozního dlouhodobého majetku. Jelikož je u oceňované společnosti veškerý majetek považován za provozní, tato úprava není nutná. Pro následnou prognózu provozní ziskové marže je doporučováno vycházet z korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpočtem odpisů, jelikož tyto jsou stanoveny až v investičním plánu. Ke korigovanému provoznímu výsledku hospodaření je tak navíc přičtena hodnota odpisů v jednotlivých letech. Výpočet tzv. korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpočtem odpisů je uveden v Tab. 3.14.

Tab. 3.14 Propočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

Položka (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	10 516	6 631	6 915	5 192	7 457	14 979
Vyloučení VH z prodeje majetku a materiálu	-21	7	-15	428	-201	-69
Korigovaný provozní VH	10 495	6 638	6 900	5 620	7 256	14 910
Odpisy	10	259	571	750	2 221	3 756
Korigovaný VH před odpisy	10 505	6 897	7 471	6 370	9 477	18 666

3.6 Finanční plán

Finanční plán se skládá z plánované rozvahy, výkazu zisků a ztrát, výkazu o peněžních tocích, přičemž tvoří podstatnou část oceňování výnosovými metodami. Finanční plány jsou nejčastěji sestavovány na období 3 až 6 let. V rámci této práce je finanční plán sestaven na 4 roky dopředu, tzn. na období let 2016 až 2019. Toto období, jak tvrdí Mařík (2011), je zároveň obdobím délky tzv. první fáze. V roce 2020 tak začne fáze druhá. Před samotným sestavením finančního plánu jsou obvykle analyzovány a plánovány tzv. generátory hodnoty, kterými jsou tržby, provozní zisková marže, čistý pracovní kapitál a investice. Tyto jsou na závěr doplněny plánem financování. Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty je následně sestaven kompletní finanční plán.

3.6.1 Plán tržeb a provozní ziskové marže

Plán tržeb vychází ze strategické analýzy, na základě níž bylo stanoveno průměrné tempo růstu tržeb, a sice ve výši 10,94 %. O tuto hodnotu se tak budou každoročně zvyšovat tržby podniku po celou dobu trvání první fáze, tedy až do roku 2019 včetně.

V Tab. 3.15 je uveden vývoj provozní ziskové marže v letech 2010 až 2015. Pro její výpočet je vycházeno z korigovaného výsledku hospodaření před odpočtem odpisů. Zisková

marže je propočtena dle vzorce (2.22), kdy hodnotou tržeb je celkový objem podnikových výkonů tvořených tržbami z prodeje výrobků a služeb. Nejvyšší hodnoty provozní ziskové marže (11,54 %) bylo dosaženo v roce 2015, kdy společnost vykázala nejvyšší provozní zisk a zároveň došlo k výraznému nárůstu podnikových výkonů. Naopak nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2013, kdy korigovaný provozního výsledku hospodaření před odpisy činil 6 370 tis. Kč a jeho podíl na tržbách dosáhl 5,58 %. Do budoucna společnost plánuje provozní ziskovou marži udržovat na úrovni její průměrné hodnoty za období 2010 až 2015, tedy ve výši 8,26 %.

Tab. 3.15 Vývoj provozní ziskové marže 2010 - 2015

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	96 305	103 237	101 564	114 096	126 244	161 791
KPVH (v tis. Kč)	10 505	6 897	7 471	6 370	9 477	18 666
PZM	10,91 %	6,68 %	7,36 %	5,58 %	7,51 %	11,54 %
Průměr PZM	8,26 %					

Plán tržeb, které budou každý rok růst o 10,94 %, a korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpočtem odpisů je zachycen v Tab. 3.16.

Tab. 3.16 Plán tržeb a korigovaného provozního VH

Položka	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	179 497	199 142	220 936	245 115
Provozní zisková marže	8,26 %	8,26 %	8,26 %	8,26 %
KPVH (v tis. Kč)	14 830	16 453	18 254	20 251

3.6.2 Plán čistého pracovního kapitálu

Plán čistého pracovního kapitálu sestává z plánu zásob, pohledávek a krátkodobých neúročených závazků. Krátkodobé neúročené závazky jsou závazky, u nichž nelze explicitně vyčíslit jejich náklady, tzn. závazky z obchodních vztahů, vůči zaměstnancům či státu aj. Závazky z titulu bankovních úvěrů a výpomocí jsou pak součástí plánu financování.

Co se týče zásob, pohledávek a krátkodobých neúročených závazků, je nezbytné nejprve určit náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu. Ta byla zjištěna za minulá období prostřednictvím ukazatele doby obratu dle vzorce (2.19). Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.17. Údaje vztahující se k provozně nepotřebnému majetku jsou přitom ve všech případech vyznačeny červeně a kurzívou.

Tab. 3.17 Vývoj doby obratu pracovního kapitálu 2010 - 2015

Doba obratu (dny)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doba obratu zásob	54,28	82,39	92,39	77,91	96,74	84,41
materiálu	54,28	82,39	92,39	77,91	96,74	84,41
Doba obratu kr. pohledávek	130,51	116,79	131,51	111,99	102,79	102,22
z obchodních vztahů	100,31	96,35	102,82	94,43	79,50	72,79
<i>za společníky</i>	<i>5,88</i>	<i>6,01</i>	<i>3,37</i>	<i>7,62</i>	<i>4,10</i>	<i>17,00</i>
poskytnuté zálohy	11,75	6,75	11,82	5,06	9,14	5,82
<i>ostatní</i>	<i>12,57</i>	<i>7,68</i>	<i>13,50</i>	<i>4,88</i>	<i>10,05</i>	<i>6,62</i>
Doba obratu krátkodobých závazků	42,07	46,33	50,34	44,89	49,18	57,23
z obchodních vztahů	20,68	29,88	38,39	32,75	31,35	34,39
závazky k zaměstnancům	4,50	5,39	5,88	4,88	5,04	3,93
závazky ze SPZP	2,67	4,93	3,04	5,30	4,91	2,14
stát - daňové závazky a dotace	6,59	5,30	0,57	-7,38	0,04	4,54
ostatní	7,62	0,83	2,46	9,34	7,84	12,23

Následně jsou v Tab. 3.18 vyčísleny doby obratu jednotlivých položek pro plánované období 2016 až 2019.

Tab. 3.18 Plán doby obratu zásob, pohledávek a závazků

Doba obratu (dny)	2016	2017	2018	2019
Doba obratu zásob	81,35	81,35	81,35	81,35
materiálu	81,35	81,35	81,35	81,35
Doba obratu krátkodobých pohledávek	88,22	85,89	83,65	81,47
z obchodních vztahů	70,38	68,06	65,81	63,64
<i>za společníky</i>	<i>5,40</i>	<i>5,40</i>	<i>5,40</i>	<i>5,40</i>
poskytnuté zálohy	5,82	5,82	5,82	5,82
<i>ostatní</i>	<i>6,62</i>	<i>6,62</i>	<i>6,62</i>	<i>6,62</i>
Doba obratu krátkodobých závazků	48,34	48,34	48,34	48,34
z obchodních vztahů	31,24	31,24	31,24	31,24
závazky k zaměstnancům	4,94	4,94	4,94	4,94
závazky ze SPZP	3,83	3,83	3,83	3,83
stát - daňové závazky a dotace	1,61	1,61	1,61	1,61
ostatní	6,72	6,72	6,72	6,72

Doba obratu zásob, které jsou tvořeny pouze materiálem, je společností plánovaná ve výši 81,35 dnů, což je průměrná doba obratu materiálu za rok 2010 až 2015. V oblasti krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů docházelo od roku 2013 ke snižování jejich doby obratu, tento trend společnost plánuje ponechat i pro další období. Je tedy plánováno meziroční snižování doby obratu pohledávek z obchodních vztahů o 3,3 %. Pohledávky za

společníky jsou součástí neprovozního majetku. Jejich průměrná doba obratu ve sledovaném období po vyloučení extrému v roce 2015 činila 5,40 dnů. S touto dobou obratu je tak počítáno i pro plánované období. Doba obratu poskytnutých záloh je ponechána na úrovni posledního roku, tedy ve výši 5,82 dnů. Doba obratu ostatních krátkodobých pohledávek, které jsou rovněž řazeny mezi provozně nepotřebná aktiva, v roce 2015 činila 6,62 dnů. S touto hodnotou je počítáno i pro následné čtyři roky plánu.

Průměrná doba obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů v letech 2010 až 2015 činila 31,24 dnů. Plánovaná doba obratu je tak společností stanovena ve výši tohoto průměru. Doby obratu ostatních položek krátkodobých závazků jsou rovněž ponechány na průměru předchozích let. Společnost tedy plánuje dobu obratu závazků k zaměstnancům ve výši 4,94 dnů, dobu obratu závazků plynoucích z nutnosti plateb sociálního a zdravotního pojištění ve výši 3,83 dnů a dobu obratu daňových závazků na úrovni 1,61 dnů. Doba obratu ostatních krátkodobých závazků je stanovena ve výši 6,72 dnů.

Pokud je již známa prognóza tržeb a zároveň jsou odhadnuty doby obratu jednotlivých položek, konečnou hodnotu zásob, pohledávek i krátkodobých závazků lze zjistit ze vztahu (2.23). Konečná výše provozně potřebného krátkodobého finančního majetku je stanovena jako součin průměrné okamžité likvidity odvětví (tzn. 0,15) a plánovaných krátkodobých závazků. Časové rozlišení, jak tvrdí Mařík (2011), se většinou neplánuje, z tohoto důvodu je ponecháno na úrovni roku 2015. Konečné hodnoty výše uvedených položek jsou znázorněny v Tab. 3.19.

Tab. 3.19 Plán zásob, pohledávek a závazků

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Zásoby	40 562	45 002	49 927	55 390
materiál	40 562	45 002	49 927	55 390
Krátkodobé pohledávky	43 985	47 513	51 335	55 474
z obchodních vztahů	35 093	37 649	40 390	43 332
<i>za společníky</i>	<i>2 691</i>	<i>2 985</i>	<i>3 312</i>	<i>3 675</i>
poskytnuté zálohy	2 901	3 219	3 571	3 962
<i>ostatní</i>	<i>3 299</i>	<i>3 661</i>	<i>4 061</i>	<i>4 506</i>
Krátkodobé závazky	24 102	26 740	29 666	32 913
z obchodních vztahů	15 576	17 281	19 172	21 270
závazky k zaměstnancům	2 462	2 731	3 030	3 362
závazky ze SPZP	1 911	2 120	2 352	2 609
stát - daňové závazky a dotace	803	891	989	1 097
ostatní	3 350	3 717	4 124	4 575

Provozně nutná výše KFM	3 615	4 011	4 450	4 937
Časové rozlišení aktiv	160	160	160	160
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0

3.6.3 Plán investic

Investiční plán je považován za jednu z nejsložitějších částí finančního plánu. Jelikož nejsou k dispozici vlastní podnikové záměry v oblasti investic, bude použita jistá extrapolace pomocí koeficientu náročnosti růstu tržeb na investice netto.

V Tab. 3.20 je zachycen vývoj dlouhodobého majetku v minulých letech společně s odhadem odpisů. Lze vidět, že společnost Nekupto s.r.o. začala intenzivněji investovat až od roku 2013, kdy upevnila svou pozici na trhu a docházelo k růstu jejích zakázek, potažmo tržeb. Z důvodu nepravidelnosti investic v letech 2010 až 2012 je tudíž odhad koeficientu náročnosti růstu tržeb proveden z údajů let 2013 až 2015. Celkový přírůstek tržeb v tomto období činil 47 695 tis. Kč. Koeficient investiční náročnosti růstu tržeb dle vzorce (2.24) pak činil 2,63 %. Vynásobením tohoto koeficientu s přírůstkem tržeb pro plánované období, tj. od konce roku 2015 do roku 2019, lze získat odhad investic netto pro následující roky plánu. Na základě tohoto výpočtu je stanoveno, že čisté investice budou v každém roce činit 2 189 tis. Kč.

Tab. 3.20 Odhad čistých investic pro období 2016 - 2019

Položka	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav DM na konci roku (tis. Kč)	407	1 898	2 003	33 772	36 255	35 025
Odpisy (tis. Kč)		42	197	208	3 499	3 756
Investice netto (tis. Kč)		1 491	105	31 769	2 483	-1 230
Investice brutto (tis. Kč)		1 533	302	31 977	5 982	2 526
Celkový přírůstek tržeb 2013 - 2015	47 695 tis. Kč					
Investiční náročnost růstu tržeb 2013 - 2015	2,63 %					
Přírůstek tržeb od konce r. 2015 - 2019	83 324 tis. Kč					
Odhad investic netto pro růst tržeb 2015 - 2019	2 189 tis. Kč					

Investiční plán společnosti pro období let 2016 až 2019 je uveden v Tab. 3.21. Jak již bylo řečeno výše, netto investice budou v každém roce činit 2 189 tis. Kč. Společnost Nekupto s.r.o. zahájila v roce 2015 projekt „Zahraniční veletrhy společnosti Nekupto s.r.o.“, které jsou spolufinancovány Evropskou unií, a jehož předmětem je prezentace firmy a její produkce na čtyřech zahraničních veletrzích konaných v Hong Kongu a Frankfurtu

nad Mohanem za účelem posílení orientace na zahraniční trhy, rozšíření stávajícího exportního potenciálu a zvýšení objemu exportu. Lze se domnívat, že v rámci orientace na nové trhy se bude oceňovaný podnik soustředit především na investice do dlouhodobého nehmotného majetku, konkrétně do kvalitního softwaru, v oblasti hmotného majetku pak do nejmodernější výpočetní techniky, což vyplývá z povahy zaměření jeho hlavní činnosti. Stav dlouhodobého majetku na konci každého roku je dán součtem stavu dlouhodobého majetku roku předešlého a čistých investic v daném roce. Odpisy budou tvořit 7,03 % z hodnoty dlouhodobého majetku. Jedná se o jejich průměrnou výši v minulých letech po vyloučení extrému v roce 2012, kdy podíl odpisů na dlouhodobém majetku činil 28,51 %. Výše brutto investic je pak dána jako součet odpisů a investic netto.

Tab. 3.21 Investiční plán na rok 2016 - 2019

Položka	2016	2017	2018	2019
Netto investice (tis. Kč)	2 189	2 189	2 189	2 189
Stav dlouhodobého majetku na konci roku (tis. Kč)	37 214	39 403	41 592	43 781
Odpisy (tis. Kč)	2 618	2 772	2 926	3 080
Brutto investice (tis. Kč)	4 807	4 961	5 115	5 269

3.6.4 Plán financování

Plán financování sestává z plánu vlastních a cizích zdrojů, které jsou potřebné ke krytí plánovaných aktiv společnosti. Plán vlastních zdrojů společnosti Nekupto s.r.o. je uveden v Tab. 3.22. Co se týče základního kapitálu oceňovaného podniku, u této položky v minulosti nedocházelo k žádným změnám, tudíž ani v budoucnu nebude plánováno jeho navýšení, resp. snížení, a tudíž jeho hodnota zůstane na úrovni roku 2015, tedy ve výši 100 tis. Kč. Rovněž hodnota kapitálových fondů byla v čase neměnná, a tudíž bude použita v konstantní výši 2 255 tis. Kč i pro léta 2016 - 2019. Položka rezervní fondy a fondy tvořené ze zisku zahrnuje přiděly do zákonného rezervního fondu a statutárních a ostatních fondů, plánovaná výše činí 625 tis. Kč. Přestože od 1. 1. 2014, kdy vstoupil v účinnost zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, nemají společnosti s ručením omezeným povinnost odvádět část čistého zisku do rezervního fondu, společnost Nekupto s.r.o. i nadále rezervní fond tvoří v konstantní výši 7 tis. Kč. S touto hodnotou je tak počítáno rovněž pro plánované období. Položka statutární a ostatní fondy zůstává rovněž nezměněna, a sice ve výši 618 tis. Kč. Výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z plánu výkazu zisků a ztrát, výsledek hospodaření minulých let představuje nerozdělený zisk minulých období a odráží dividendovou politiku společnosti. Jelikož podíly na zisku nebyly v minulosti vypláceny,

nepočítá se s jejich výplatou ani do budoucna, a tudíž je výše výsledku hospodaření minulých let v běžném roce dána sumou výsledku hospodaření minulých let předchozího roku a výsledku hospodaření běžného účetního období z předchozího roku.

Tab. 3.22 Plán vlastních zdrojů

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
VLASTNÍ KAPITÁL CELKEM	54 738	64 203	75 001	87 292
Základní kapitál	100	100	100	100
Kapitálové fondy	2 255	2 255	2 255	2 255
Rezervní fond a fondy tvořené ze zisku	625	625	625	625
Výsledek hospodaření minulých let	43 484	51 758	61 223	72 021
Výsledek hospodaření běžného účetního období	8 274	9 464	10 798	12 291

V letech 2010 až 2015 tvořily podstatnou část pasiv podniku cizí zdroje, tento trend je zachován i pro následující roky plánu, vyjma roku 2019, kdy začínají převažovat vlastní zdroje. V Tab. 3.23 je zachycen plán cizích zdrojů pro období 2016 - 2019. Rezervy jsou v nulové výši, jelikož ani v minulém období nebyly tyto tvořeny. Celková hodnota krátkodobých závazků je převzata z plánu čistého pracovního kapitálu a dlouhodobé závazky jsou ponechány na úrovni roku 2015, tedy ve výši 55 tis. Kč. Z důvodu nedostatku interních informací o úvěrové politice oceňovaného podniku je rovněž hodnota bankovních úvěrů a výpomocí převzata z posledního známého roku. Pro následující čtyři roky bude stav bankovních úvěrů udržován na konstantní úrovni 48 237 tis. Kč.

Tab. 3.23 Plán cizích zdrojů

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
CIZÍ KAPITÁL CELKEM	72 394	75 032	77 958	81 205
Rezervy	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	24 102	26 740	29 666	32 913
Dlouhodobé závazky	55	55	55	55
Bankovní úvěry a výpomoci	48 237	48 237	48 237	48 237

3.6.5 Plán výkazu zisků a ztrát

Plánovaný výkaz zisku a ztrát je sestaven na období 2016 - 2019. Položka výkonů a tzv. korigovaného výsledku hospodaření před odpočtem odpisů vychází z plánu tržeb a provozní ziskové marže. Výkonová spotřeba, která je tvořena spotřebou materiálu a energie a službami, je naplánována ve výši odpovídající průměrnému podílu těchto položek na tržbách v letech 2010 - 2015. V minulosti dosahovala spotřeba materiálu a energie v průměru

37,31 % z podnikových výkonů, proto je tato hodnota použita i pro plánované období. Služby tvořily v minulých letech průměrně 29,06 % z celkového objemu výkonů, proto je i pro následující čtyři roky plánu použit tento podíl. Stejným způsobem je naplánována položka mzdových a sociálních nákladů, které jsou součástí osobních nákladů. Podíl mzdových nákladů na celkových tržbách tak v každém roce plánu dosahuje 18,53 %, sociální náklady pak 0,44 %. Náklady na sociální a zdravotní pojištění jsou stanoveny ve výši 34 % z hodnoty mzdových nákladů v jednotlivých letech. Jedná se o procento, které je povinen zaměstnavatel odvádět za své zaměstnance z objemu jejich hrubých mezd. V současnosti se neuvažuje o navýšení této hodnoty, proto je pracováno s touto platnou v roce 2015. Výše odpisů je převzata z investičního plánu. Ostatní náklady jsou dopočítány dle korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpočtem odpisů. Nákladové úroky jsou dopočítány jako součin odhadnuté úrokové sazby ve výši 14,14 % a plánovaného stavu bankovních úvěrů a výpomocí, který je převzat z plánu financování. Odhad úrokové sazby byl přitom proveden jako podíl průměrného stavu nákladových úroků za minulá léta a průměrného stavu bankovních úvěrů a výpomocí. Daň z příjmů právnických osob se předpokládá po celou dobu ve výši 19 %. Výkaz zisků a ztrát ve zjednodušeném rozsahu pro období 2016 - 2019 je součástí Přílohy č. 9.

3.6.6 Plán výkazu cash-flow

Plánovaný výkaz cash-flow je rovněž sestaven na období 2016 - 2019. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je převzat z plánu provozní ziskové marže, poté je zdaněn 19% daňovou sazbou. V rámci toku z provozní činnosti je rovněž dopočten rozdíl mezi daní připadající na korigovaný výsledek hospodaření a daní, která má být skutečně zaplacená z celkového výsledku hospodaření. Odpisy jsou převzaty z investičního plánu, změny v položkách zásob, pohledávek a závazků jsou vyčísleny z plánu čistého pracovního kapitálu. Součástí toku z provozní činnosti je rovněž platba nákladových úroků, jejichž odhad vychází z plánovaného výkazu zisků a ztrát. Peněžní tok z investiční činnosti zahrnuje brutto investice, které jsou součástí investičního plánu společnosti. Podíly na zisku nebyly v minulosti vypláceny, nejsou tudíž plánovány ani pro budoucí období. Stav bankovních úvěrů a výpomocí je v důsledku nedostatku informací o úvěrové politice společnosti plánován pro každé období ve stejné výši, splátky úvěrů ani přijetí nových úvěrů tak nejsou součástí toku z finanční činnosti. Celkové cash-flow z finanční činnosti je tudíž rovno nule. Výsledný výkaz cash-flow ve zjednodušeném rozsahu pro období 2016 - 2019 je součástí Přílohy č. 10.

Položky týkající se provozně nepotřebného majetku jsou ve výkaze vyznačeny červeně kurzívou.

3.6.7 Plán rozvahy

Plánovaná rozvaha je sestavena na období 2016 - 2019. Dlouhodobý majetek vychází z plánu investic, oběžný majetek pak z dílčího plánu čistého pracovního kapitálu. Co se týče krátkodobého finančního majetku, tento je převzat z plánovaného výkazu cash-flow. Přitom jeho provozně potřebná část odpovídá položce krátkodobého finančního majetku, který je součástí plánu ČPK. Pasiva odpovídají plánu financování, přičemž výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z plánovaného výkazu zisků a ztrát. Z rozvahy lze vysledovat, že bylo dosaženo vzájemného vybilancování všech tří výkazů, jelikož aktiva jsou rovna pasívům. Rozvaha ve zjednodušeném rozsahu pro období 2016 - 2019 je součástí Přílohy č. 11. Položky týkající se provozně nepotřebného majetku jsou ve výkaze vyznačeny červeně kurzívou.

4. Aplikace a komparace vybraných metod oceňování

Po sestavení finančního plánu na rok 2016 až 2019 v předchozí kapitole je již možno přejít k samotnému ocenění vybranými výnosovými metodami. Nejprve je nezbytné stanovit náklady kapitálu, toto je provedeno pomocí stavebnicové metody Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, která je z hlediska aplikace na podniky působící v českých podmínkách považována za nejvhodnější. Dále je stanovena brutto i netto hodnota podniku pomocí dvoufázové metody *DCF-Entity* a *EVA-Entity*, následuje jejich komparace. Přitom by mělo platit, že v případě použití stejných vstupních veličin se celková výsledná hodnota i hodnota vlastního kapitálu společnosti u obou metod bude rovnat. Ocenění, které vychází z podnětu vlastníka společnosti, bude provedeno k 1. 1. 2016. Hlavním důvodem je zjištění pravděpodobné prodejní ceny podniku v případě, že by vlastník v budoucnu zvažoval jeho prodej. Délka první fáze je ohraničena posledním rokem finančního plánu, tudíž tato trvá od roku 2016 do roku 2019. Počátkem roku 2020 již začíná fáze druhá.

4.1 Stanovení nákladů kapitálu

Jelikož jsou pro ocenění použity metody *DCF* a *EVA* ve variantě entity, je potřeba vyčíslit náklady na celkový kapitál *WACC*. K tomuto účelu je použita stavebnicová metoda využívaná Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Nejprve je nutné stanovit náklady na vlastní kapitál, které jsou dány součtem výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Tyto rizikové přírážky jsou odvozeny z účetních dat, nikoliv z kapitálového trhu, z tohoto důvodu je stavebnicová metoda vhodná zejména pro ekonomiky s nedostatečně rozvinutým kapitálovým trhem. Bezriziková úroková míra pro první fázi je odhadnuta dle výnosu do splatnosti desetiletého státního dluhopisu ST. DLUHOP. 1,00/26, který k 3. 3. 2016 činí 0,677 %. Pro druhou fázi je použit výnos do splatnosti dluhopisu ST. DLUHOP. 4,85/57 se splatností 41 let, který k 3. 3. 2016 činí 2,009 %. Uvedené údaje byly zjištěny prostřednictvím internetové stránky patria.cz. Odhad bezrizikové úrokové míry pro rok 2016 až 2020 je pro přehlednost uveden v Tab. 4.1.

Tab. 4.1 Odhad bezrizikové úrokové míry

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
Bezriziková úroková míra R_F	0,677%	0,677%	0,677%	0,677%	2,009%

Další krok spočívá ve stanovení jednotlivých rizikových přírážek. **Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$** je odvislá od ukazatele rentability aktiv (2.9), který je porovnáván s ukazatelem XI . Tento lze zjistit ze vzorce (2.35). Veškeré vstupní údaje společně s propočtem rizikové přírážky jsou součástí Tab. 4.2. Hodnota $EBIT$ je dána součtem plánovaného výsledku hospodaření před zdaněním a plánovaných nákladových úroků. Jejich výše je dána součinem úrokové míry odhadnuté v rámci plánu výkazu zisků a ztrát a plánovaného stavu bankovních úvěrů a výpomocí.

Tab. 4.2 Stanovení rizikové přírážky charakterizující produkční sílu

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT (tis. Kč)	12 212	13 681	15 328	17 171	17 171
Úplatné zdroje (tis. Kč)	102 975	112 440	123 238	135 529	135 529
Aktiva (tis. Kč)	127 132	139 234	152 959	168 497	168 497
Úroková míra	4,14 %	4,14 %	4,14 %	4,14 %	4,14 %
X1	3,35 %	3,34 %	3,34 %	3,33 %	3,33 %
Rentabilita aktiv (EBIT/A)	9,61 %	9,83 %	10,02 %	10,19 %	10,19 %
$R_{podnikatelské}$	2,61 %	2,61 %	2,61 %	2,61 %	2,61 %

Jelikož ve všech letech je rentabilita aktiv vyšší než ukazatel XI vyjadřující nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem, je riziková přírážka charakterizující produkční sílu stanovena na úrovni průměrné minimální hodnoty rizikové přírážky doporučené Ministerstvem průmyslu a obchodu pro odvětví výroby papíru a výrobků z papíru za rok 2010 až 2015. Tato hodnota činí 2,61 %, a to jak pro první, tak druhou fázi. Při výpočtu jednotlivých ukazatelů pro rok 2020 je vycházeno ze vstupních veličin dle stavu ke konci roku 2019, jelikož pro druhou fázi je typická absence podnikových finančních plánů, jak již bylo řečeno výše. Z tohoto důvodu je velikost přírážky pro první i druhou fázi totožná.

Pro zjištění rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$ je nutné nejprve vyčíslit hodnotu ukazatele celkové likvidity dle vztahu (2.13). Celková likvidita se přitom porovnává s doporučenými hodnotami likvidity. V roce 2015 doporučené hodnoty činily $XL1=1$ a $XL2=2,5$, tyto jsou použity i pro období první a druhé fáze. Vstupní údaje sloužící ke stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity včetně její výsledné výše jsou zachyceny v Tab. 4.3.

Tab. 4.3 Stanovení rizikové přírážky finanční stability

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
Krátkodobé závazky	47 407	50 045	52 971	56 218	56 218
Oběžná aktiva	89 758	99 671	111 207	124 556	124 556
Celková likvidita	1,89	1,99	2,10	2,22	2,22
XL1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
$R_{finstab}$	1,64 %	1,15 %	0,71 %	0,36 %	0,36 %

Krátkodobé závazky zahrnují krátkodobé závazky včetně krátkodobých bankovních úvěrů a výpomocí. Jejich hodnota vychází ze sestaveného finančního plánu, stejně jako výše oběžných aktiv. Pro druhou fázi neexistují podnikové plány, a tudíž je pracováno s položkami ve výši shodné s jejich konečným stavem za rok 2019. Ve všech případech celková likvidita spadá do intervalu $\langle XL1, XL2 \rangle$, pro výpočet přírážky $R_{finstab}$ je tudíž použit vzorec (2.37).

Riziková přírážka charakterizující velikost podniku R_{LA} je odvozována od hodnoty úplatných zdrojů v jednotlivých letech. Tato hodnota je uvedena v Tab. 4.4, přičemž je brána hodnota úplatných zdrojů z finančního plánu sestaveného na období 2016 až 2019. Pro druhou fázi jsou úplatné zdroje ponechány na úrovni předchozího roku. Velikost rizikové přírážky charakterizující velikost podniku je zjištěna ze vzorce (2.34), jelikož se úplatné zdroje ve všech letech pohybují v intervalu $\langle 0,1 \text{ mld. Kč}, 0,3 \text{ mld. Kč} \rangle$.

Tab. 4.4 Stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
Úplatné zdroje v mld. Kč	0,1030	0,1124	0,1232	0,1355	0,1355
R_{LA}	4,99 %	4,96 %	4,92 %	4,88 %	4,88 %

Po tom, co jsou vyčísleny rizikové přírážky, je možno přejít k výpočtu celkových nákladů kapitálu. Součtem rizikových přírážek dle vzorce (2.30) jsou v Tab. 4.5 stanoveny náklady na vlastní kapitál, které v případě nezádlužené společnosti odpovídají nákladům na celkový kapitál.

Tab. 4.5 Stanovení WACC nezařazené firmy

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
R_F	0,677 %	0,677 %	0,677 %	0,677 %	2,009 %
$R_{podnikatelské}$	2,61 %	2,61 %	2,61 %	2,61 %	2,61 %
$R_{finstab}$	1,64 %	1,15 %	0,71 %	0,36 %	0,36 %
R_{LA}	4,99 %	4,96 %	4,92 %	4,88 %	4,88 %
$WACC_U$	9,91 %	9,39 %	8,92 %	8,52 %	9,85 %

Jelikož společnost Nekupto s.r.o. velkou část aktiv financuje prostřednictvím bankovních úvěrů, nejedná se o firmu nezařazenou, a tudíž musí být takto získané náklady na celkový kapitál přepočteny dle vzorce 2.31. Tímto jsou zjištěny celkové náklady kapitálu zařazené firmy pro účely ocenění, jejichž vývoj pro období první i druhé fáze včetně vstupních dat je znázorněn v Tab. 4.6.

Tab. 4.6 Stanovení WACC zařazené firmy

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
$WACC_U$	9,91%	9,39%	8,92%	8,52%	9,85%
Bankovní úvěry a výpomoci (tis. Kč)	48 237	48 237	48 237	48 237	48 237
Aktiva (tis. Kč)	127 132	139 234	152 959	168 497	168 497
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
$WACC_L$	9,20 %	8,77 %	8,38 %	8,06 %	9,32 %

Na závěr je možno vyčíslit velikost **rizikové přírážky za zadluženost R_{finstr}** . Nejprve je však nutné pomocí vzorce (2.32) stanovit výši nákladů na vlastní kapitál zařazeného podniku. Pokud jsou následně od těchto odečteny náklady na celkový kapitál nezařazené firmy, lze získat výši rizikové přírážky R_{finstr} , jejíž propočet včetně vstupních údajů pro prvotní výpočet nákladů na vlastní kapitál je zachycen v Tab. 4.7.

Tab. 4.7 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
Úplatné zdroje (tis. Kč)	102 975	112 440	123 238	135 529	135 529
Aktiva (tis. Kč)	127 132	139 234	152 959	168 497	168 497
Čistý zisk (tis. Kč)	8 274	9 464	10 798	12 291	12 291
Hrubý zisk (tis. Kč)	10 215	11 684	13 331	15 175	15 175
Úroková míra	4,14 %	4,14 %	4,14 %	4,14 %	4,14 %

Vlastní kapitál (tis. Kč)	54 738	64 203	75 001	87 292	87 292
R_E zadluženého podniku	15,69 %	13,93 %	12,50 %	11,38 %	13,45 %
$WACC_U$	9,91 %	9,39 %	8,92 %	8,52 %	9,85 %
R_{finstr}	5,78 %	4,54 %	3,58 %	2,86 %	3,59 %

4.2 Propočet NOA a určení NOPAT

Ocenění společnosti Nekupto s.r.o. bude provedeno metodou *DCF-Entity* a metodou *EVA-Entity*. Přitom by mělo platit, že výsledná hodnota vlastního kapitálu, která je zjišťována, by měla být v obou případech shodná. Jedním z důležitých předpokladů je však splnění podmínky použití shodných nákladů kapitálu. Tyto byly zjištěny v předchozí kapitole a budou použity pro obě metody. Problém může nastat při použití rozdílného zisku a provozně nutného investovaného kapitálu. Z tohoto důvodu je nejprve propočtena hodnota čistých operačních aktiv pro jednotlivá léta plánu, tzv. *NOA*, odpovídající veličině investovaného kapitálu. Jedná se o součet provozního dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu v provozně potřebném rozsahu. Rovněž je upravena výše provozního zisku na úroveň čistého operačního zisku po zdanění *NOPAT*. Tyto veličiny pak budou použity jako vstupní údaje pro stanovení hodnoty podniku metodou *DCF-Entity* i *EVA-Entity*.

Propočet *NOA* je uveden v Tab. 4.8. Východiskem je přitom účetní rozvaha za rok 2015 a dále plánovaná rozvaha pro období první fáze, přičemž jsou použita pouze aktiva v provozně potřebné výši. Vyčlenění neoperačních aktiv je totiž jedním ze základních kroků pro stanovení *NOA*. Dále jsou oběžná aktiva (tj. zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek) snížena o hodnotu krátkodobých neúročených závazků, tj. závazků, u nichž nelze explicitně vyčíslit jejich náklady, čímž je zjištěna velikost čistého pracovního kapitálu v provozně potřebné výši. Pro potřeby výpočtu čistého pracovního kapitálu je navíc přičítána hodnota aktivního časového rozlišení a odečítána hodnota pasivního časového rozlišení. Výsledná hodnota čistých operačních aktiv je pak dána součtem čistého pracovního kapitálu a provozního dlouhodobého majetku. Další úprava *NOA* spočívá například v úpravách z titulu finančního leasingu či goodwillu. Jelikož ani jednu z těchto položek společnost Nekupto s.r.o. nevykazuje, od tohoto kroku může být upuštěno.

Tab. 4.8 Propočet NOA

	Výchozí období	Období 1. fáze			
Položka v provozně potřebné výši (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý majetek	35 025	37 214	39 403	41 592	43 781
Zásoby	37 936	40 562	45 002	49 927	55 390
Pohledávky	35 326	37 994	40 867	43 961	47 294
Krátkodobý finanční majetek	3 858	3 615	4 011	4 450	4 937
Časové rozlišení aktiv	160	160	160	160	160
Krátkodobé neúročené závazky	25 721	24 102	26 740	29 666	32 913
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0	0
Čistý pracovní kapitál	51 559	58 230	63 300	68 832	74 868
NOA	86 584	95 444	102 703	110 424	118 649

Hlavní zásadou pro určení operačního výsledku hospodaření *NOPAT* je dosažení symetrie mezi čistými operačními aktivy a *NOPAT*. Tzn. veškeré náklady a výnosy vztahující se k aktivům zahrnutým do *NOA* musí být zařazeny do výpočtu *NOPAT*. V práci je vycházeno z korigovaného výsledku hospodaření před odpočtem odpisů, který byl za minulá období zjištěn v kapitole 3.5.1. Z tohoto došlo k vyčíslení průměrné ziskové marže za uplynulá období, prostřednictvím které byl korigovaný zisk před odpočtem odpisů naplánován pro období roku 2016 až 2019. Připočtením hodnoty plánovaných odpisů a následným odečtem daně, přičemž pro tato léta se předpokládá daňová sazba ve výši 19 %, je zjištěna hodnota korigovaného provozního zisku po dani. Tento odpovídá v tomto případě veličině *NOPAT*, jelikož v rámci vyčíslení *NOA* nedošlo k žádným mimořádným úpravám souvisejícím např. s leasingem. Je tedy dosaženo symetrie mezi *NOPAT* a *NOA*. Výsledné hodnoty čistého operativního zisku po dani jsou uvedeny v Tab. 4.9.

Tab. 4.9 Výpočet NOPAT

	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (tis. Kč)	12 212	13 681	15 328	17 171
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %
Daň připadající na korigovaný provozní VH (tis. Kč)	2 320	2 599	2 912	3 263
NOPAT (tis. Kč)	9 892	11 082	12 415	13 909

4.3 Ocenění metodou DCF-Entity

Metoda *DCF-Entity* je jednou z klíčových výnosových metod pro oceňování podniku. Důležitou úlohu při výpočtu přitom sehrávají volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele *FCFF*, prostřednictvím kterých je možno sledovat, jaký peněžní tok je možno z firmy odebrat bez narušení její existence.

Ocenění podniku Nekupto s.r.o. k 1. 1. 2016 metodou *DCF-Entity* je uvedeno v Tab. 4.10. Základním předpokladem je fungování společnosti donekonečna. Její vývoj je tak rozdělen do dvou fází, první trvá od roku 2016 do roku 2019, druhá začíná v roce 2020. Jelikož se jedná o rok, pro který již není k dispozici finanční plán, je velikost *NOPAT*, odpisů, čistého pracovního kapitálu i netto investic v roce 2020 odvozeno od stanoveného tempa růstu *g*, meziroční změna těchto položek tak činí 1,7 %. Tempo růstu je nejčastěji odvozováno od prognózovaného tempa růstu hrubého domácího produktu. Dle studie společnosti Deloitte¹ lze očekávat, že v letech 2016 - 2020 česká ekonomika poroste tempem 1,7 % ročně, z tohoto důvodu je pro ocenění použito toto tempo růstu. Výpočet volných peněžních toků vyplývá ze vzorce 2.38. Ty jsou diskontovány celkovými váženými náklady kapitálu *WACC*, které jsou stanoveny v kapitole 4.1 a jejichž výše je pro každý rok jiná. Provozně nepotřebný majetek ke dni ocenění tvoří, jak již bylo řečeno výše, pohledávky za společníky a kategorie tzv. jiných pohledávek. Tyto jsou pro účely této práce oceněny účetní hodnotou ke dni ocenění.

Brutto hodnota podniku je v souladu se vzorcem 2.47 dána jako součet hodnot firmy za obě fáze. Odečtem úročeného cizího kapitálu, který je tvořen bankovními úvěry a výpomocemi, ke dni ocenění a odečtem provozně nepotřebného majetku k datu ocenění, lze zjistit výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti Nekupto s.r.o., která činí **86 281 tis. Kč**.

¹ [6] DELOITTE. *Česká ekonomika by měla v následujících letech udržet růst* [online] © 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/cze-ceska-ekonomika-by-mela-udrzet-rust.html>

Tab. 4.10 Ocenění podniku metodou DCF-Entity

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT (tis. Kč)	9 892	11 082	12 415	13 909	14 145
Odpisy (tis. Kč)	2 618	2 772	2 926	3 080	3 132
Změna ČPK (tis. Kč)	-6 671	-5 070	-5 531	- 6 036	-1 273
Investice brutto (tis. Kč)	-4 807	-4 961	-5 115	-5 269	-3 877
FCFF (tis. Kč)	1 032	3 823	4 695	5 683	12 128
WACC	9,20 %	8,77 %	8,38 %	8,06 %	9,32 %
Odúročitel	0,92	0,84	0,78	0,72	/
Diskontované FCFF (tis. Kč)	945	3 218	3 647	4 086	/
Současná hodnota 1. fáze (tis. Kč)	11 896				
Tempo růstu	1,7 %				
Pokračující hodnota (tis. Kč)	159 206				
Současná hodnota pokračující hodnoty (tis. Kč)	114 450				
Hodnota podniku brutto (tis. Kč)	126 347				
Úročený cizí kapitál k datu ocenění (tis. Kč)	48 237				
Provozně nepotřebný majetek k datu ocenění (tis. Kč)	8 172				
Výsledná hodnota netto (tis. Kč)	86 281				

4.3.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku zjištěné metodou DCF-Entity

Citlivostní analýza umožňuje zkoumat, jakým způsobem změna vstupních parametrů ovlivní výslednou hodnotu podniku, představuje tak nedílnou součást procesu oceňování. U metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity jsou jednou z důležitých vstupních veličin volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, které jsou ovlivněny výší provozního zisku po zdanění (v našem případě *NOPAT*), odpisy, změnou čistého pracovního kapitálu a tzv. brutto investicemi. Výslednou hodnotu podniku rovněž ovlivňují celkové náklady kapitálu *WACC* a stanovené tempo růstu *g* pro druhou fázi.

V Tab. 4.11 a Tab. 4.12 je vyčíslena hodnota podniku při změně výše uvedených vstupních veličin o parametr $\alpha \pm 1 \%$, $\pm 2 \%$, $\pm 3 \%$, $\pm 4 \%$ a $\pm 5 \%$ oproti jejich původní výši za jinak neměnných skutečností. Rovněž je v tabulkách vyjádřena procentní změna hodnoty společnosti Nekupto s.r.o. oproti hodnotě výchozí. Citlivostní analýza je aplikována na změnu brutto hodnoty podniku, tzn. bez odečtu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a bez vlivu výše neprovozních aktiv společnosti, které zůstávají ke dni ocenění v původní

výši. Citlivost hodnoty podniku na změnu vybraných faktorů je rovněž ilustrována pomocí Grafu 4.1.

Tab. 4.11 Hodnota podniku při změně NOPAT, odpisů a ČPK

	NOPAT		Odpisy		Změna ČPK	
Alfa	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna
5%	134 922	6,79%	126 807	0,36%	124 795	-1,23%
4%	133 207	5,43%	126 715	0,29%	125 106	-0,98%
3%	131 492	4,07%	126 623	0,22%	125 416	-0,74%
2%	129 777	2,72%	126 531	0,15%	125 726	-0,49%
1%	128 062	1,36%	126 439	0,07%	126 036	-0,25%
0%	126 347	0,00%	126 347	0,00%	126 347	0,00%
-1%	124 631	-1,36%	126 254	-0,07%	126 657	0,25%
-2%	122 916	-2,72%	126 162	-0,15%	126 967	0,49%
-3%	121 201	-4,07%	126 070	-0,22%	127 277	0,74%
-4%	119 486	-5,43%	125 978	-0,29%	127 588	0,98%
-5%	117 771	-6,79%	125 886	-0,36%	127 898	1,23%

V Tab. 4.11 je uvedena změna brutto hodnoty podniku při změně *NOPAT*, odpisů a čistého pracovního kapitálu. Je zřejmé, že z uvedených položek má na změnu hodnoty podniku největší vliv výše čistého operačního zisku po zdanění. Přitom jeho vliv na hodnotu podniku je pozitivní, což znamená, že s jeho růstem roste rovněž celková hodnota společnosti. Při vzrůstu *NOPAT* např. o 5 % bude brutto hodnota podniku činit 134 922 tis. Kč, což je oproti původně zjištěné hodnotě o 8 575 tis. Kč více, v relativním vyjádření pak o 6,79 %. Naopak pokud by výše *NOPAT* poklesla o 5 %, celková hodnota podniku klesne na 117 771 tis. Kč.

Další sledovanou položkou jsou odpisy. Tyto působí pozitivně na celkovou hodnotu společnosti, přičemž jejich vliv není tak velký, jako v případě změny *NOPAT*. Zvýšení odpisů o 5 % vyvolá 0,36 % změnu brutto hodnoty podniku, která tak vzroste na 126 807 tis. Kč. Při poklesu položky odpisů o stejné procento pak hodnota firmy klesne na 125 886 tis. Kč.

Mezi položkou čistého pracovního kapitálu a hodnoty podniku existuje inverzní vztah. Při vzrůstu čistého pracovního kapitálu o 5 % tak poklesne brutto hodnota společnosti na 124 795 tis. Kč, což je v relativním vyjádření o 1,23 % méně oproti původní hodnotě. Při snížení čistého pracovního kapitálu o 5 % naopak hodnota firmy vzroste na 127 898 tis. Kč.

Tab. 4.12 Hodnota podniku při změně investic, nákladů kapitálu a tempa růstu

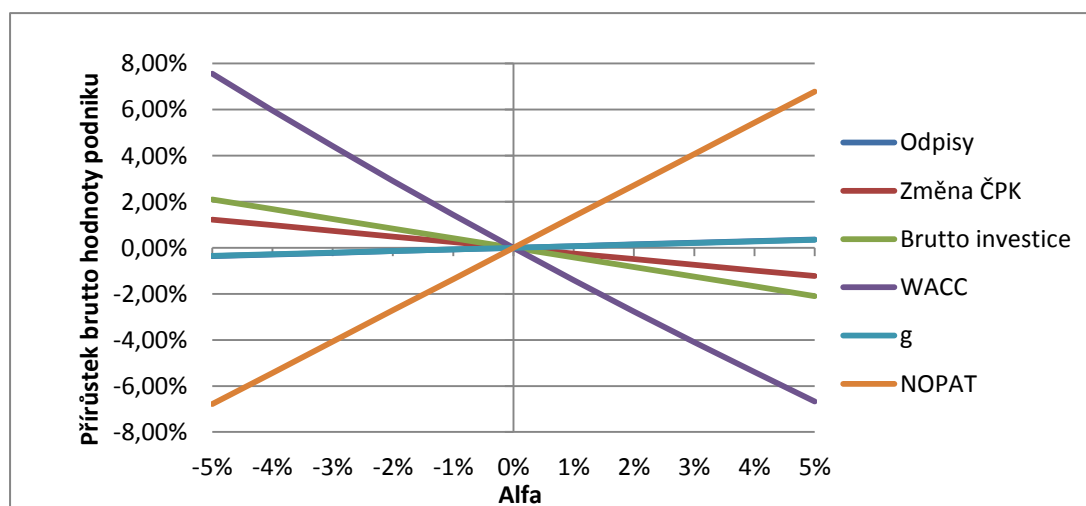
	Brutto investice		WACC		Tempo růstu g	
Alfa	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna
5%	123 700	-2,09 %	117 921	-6,67%	126 788	0,35 %
4%	124 230	-1,68 %	119 526	-5,40 %	126 699	0,28 %
3%	124 759	-1,26 %	121 169	-4,10 %	126 610	0,21 %
2%	125 288	-0,84 %	122 853	-2,77 %	126 522	0,14 %
1%	125 817	-0,42 %	124 578	-1,40 %	126 434	0,07 %
0%	126 347	0,00 %	126 347	0,00 %	126 347	0,00 %
-1%	126 876	0,42 %	128 159	1,43 %	126 259	-0,07 %
-2%	127 405	0,84 %	130 019	2,91 %	126 173	-0,14 %
-3%	127 934	1,26 %	131 926	4,42 %	126 086	-0,21 %
-4%	128 463	1,68 %	133 883	5,97 %	126 000	-0,27 %
-5%	128 993	2,09 %	135 893	7,56 %	125 914	-0,34 %

V Tab. 4.12 je zaznamenán vliv brutto investic, nákladů na kapitál a stanoveného tempa růstu. Lze vysledovat, že z těchto tří položek hodnotu podniku nejvíce ovlivňují brutto investice, přičemž jejich vzájemný vztah je negativní. Vyrůstem brutto investic o 5 % dojde ke snížení hodnoty podniku o 2,09 %, tzn. na hodnotu 123 700 tis. Kč. Pokud se firma rozhodne investovat méně a původní výši investic snížit o 5 %, hodnota podniku vzroste na 128 993 tis. Kč.

Náklady na celkový kapitál *WACC* jsou druhým významným vstupním parametrem majícím na hodnotu podniku největší vliv. Jejich zvýšení o 5 % vyvolá pokles brutto hodnoty podniku o 6,67 %. Tato tak bude činit 117 921 tis. Kč. Mezi náklady kapitálu a hodnotou společnosti tak existuje rovněž inverzní vztah. Z výše uvedených údajů lze rovněž zaznamenat, že pokud náklady kapitálu klesnou o stejné procento, hodnota společnosti vzroste o 7,56 %, tedy na hodnotu 135 893 tis. Kč.

Posledním sledovaným faktorem je tempo růstu stanovené pro druhou fázi. Tempo růstu, na rozdíl od výše investic a nákladů kapitálu, ovlivňuje hodnotu společnosti pozitivně. Jeho vzrůst o 5 % povede ke zvýšení celkové hodnoty podniku o 0,35 %, výsledná hodnota tak vzroste na 126 788 tis. Kč. Při 5% poklesu tempa růstu dojde ke snížení hodnoty firmy na 125 914 tis. Kč.

Graf 4.1 Citlivost hodnoty podniku na vybrané faktory - DCF-Entity



4.4 Ocenění metodou EVA-Entity

Pro ocenění metodou *EVA-Entity* je nezbytné nejprve vyčíslit hodnotu *EVA* pro jednotlivá období. Tohoto lze docílit dvěma způsoby, použitím vzorce (2.49) či vzorce (2.50) pro zjištění *EVA* na bázi hodnotového rozpětí. Lze vidět, že oba přístupy vedou ke stejné výši ekonomické přidané hodnoty. Náklady investovaného kapitálu se přitom rozumí součin nákladů na celkový kapitál *WACC* v daném roce a výše *NOA* v roce předcházejícím.

Současná hodnota první fáze je dána součtem diskontovaných *EVA*. Součet současné hodnoty první fáze a současné hodnoty tzv. pokračující hodnoty tvoří tržní přidanou hodnotu *MVA*. Výsledná brutto hodnota je poté v souladu se vzorcem 2.51 vypočtena jako součet tržní přidané hodnoty *MVA* a výše čistých operačních aktiv k datu ocenění. Následným odečtem úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění a neprovozních aktiv oceněných účetní hodnotou ke dni ocenění je stanovena výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku. Tato výsledná netto hodnota společnosti Nekupto s.r.o. k 1. 1. 2016 činí **86 281 tis. Kč**, čímž je potvrzeno, že ocenění metodou *EVA-Entity* dává shodné výsledky jako metoda *DCF-Entity*. Předpokladem je však použití shodných vstupních veličin, tj. nákladů kapitálu, *NOPAT* a čistých operačních aktiv *NOA*.

Tab. 4. 13 Ocenění podniku metodou EVA-Entity

	Období 1. fáze				2. fáze
	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT (tis. Kč)	9 892	11 082	12 415	13 909	14 145
Náklady investovaného kapitálu (tis. Kč)	7 962	8 372	8 610	8 898	11 056
EVA (tis. Kč)	1 930	2 709	3 805	5 010	3 090
EVA na bázi hodnotového rozpětí (tis. Kč)	1 930	2 709	3 805	5 010	3 090
WACC	9,20 %	8,77 %	8,38 %	8,06 %	9,32 %
Odúročitel	0,92	0,84	0,78	0,72	/
Diskontovaná EVA (tis. Kč)	1 768	2 281	2 956	3 602	/
Současná hodnota 1. fáze (tis. Kč)	10 607				
Tempo růstu	1,7 %				
Pokračující hodnota (tis. Kč)	40 557				
Současná hodnota pokračující hodnoty (tis. Kč)	29 155				
MVA (tis. Kč)	39 762				
NOA k datu ocenění (tis. Kč)	86 584				
Hodnota podniku brutto (tis. Kč)	126 347				
Úročený cizí kapitál celkem k datu ocenění (tis. Kč)	48 237				
Provozně nepotřebný majetek k datu ocenění (tis. Kč)	8 172				
Výsledná hodnota netto (tis. Kč)	86 281				

4.4.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku zjištěné metodou EVA-Entity

Analýzu citlivosti je rovněž nutné provést pro metodu *EVA-Entity*. Vybranými veličinami jsou přitom výše čistých operačních aktiv *NOA* a stejně jako u metody *DCF* náklady celkového kapitálu *WACC* a tempo růstu *g*. Jelikož ocenění metodou *DCF-Entity* a *EVA-Entity* vede ke shodným výsledkům, rovněž citlivost vstupních parametrů, které jsou shodné pro obě metody, dávají stejné výsledky.

Citlivostní analýza, v rámci níž je vyčíslena brutto hodnota podniku při změně výše uvedených vstupních veličin o parametr $\alpha \pm 1 \%, \pm 2 \%, \pm 3 \%, \pm 4 \%$ a $\pm 5 \%$ oproti jejich původní výši za jinak neměnných podmínek, je součástí Tab. 4.14 a Tab. 4.15. Zde je také uvedena relativní změna hodnoty podniku. Citlivost hodnoty podniku na změnu jednotlivých veličin je rovněž ilustrována prostřednictvím Grafu 4.2.

Tab. 4.14 Hodnota podniku při změně *NOA* a *NOPAT*

	NOA		NOPAT	
Alfa	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna
5 %	124 088	-1,79 %	134 922	6,79 %
4 %	124 540	-1,43 %	133 207	5,43 %
3 %	124 991	-1,07 %	131 492	4,07 %
2 %	125 443	-0,72 %	129 777	2,72 %
1 %	125 895	-0,36 %	128 062	1,36 %
0 %	126 347	0,00 %	126 347	0,00 %
-1 %	126 798	0,36 %	124 631	-1,36 %
-2 %	127 250	0,72 %	122 916	-2,72 %
-3 %	127 702	1,07 %	121 201	-4,07 %
-4 %	128 153	1,43 %	119 486	-5,43 %
-5 %	128 605	1,79 %	117 771	-6,79 %

Z Tab. 4.14 vyplývá, že hodnota podniku ve větší míře ovlivňuje výše čistého operačního zisku po zdanění *NOPAT*. Při jeho 5% vzrůstu dojde k nárůstu celkové hodnoty společnosti na 134 922 tis. Kč, tedy o 6,79 %. *NOPAT* tedy pozitivně ovlivňuje hodnotu podniku. Jeho pokles o 5 % způsobí pokles hodnoty společnosti Nekupto s.r.o. na 117 771 tis. Kč.

Čistá operační aktiva *NOA* působí stejně jako čistý pracovní kapitál či investice u metody *DCF* na zjištěnou hodnotu firmy negativně. Jejich vzrůst o 5 % tak vyvolá pokles brutto hodnoty podniku na 124 088 tis. Kč, v relativním vyjádření tedy o 1,79 %. Při jejich poklesu o stejné procento naopak hodnota vzroste na 128 605 tis. Kč.

Tab. 4.15 Hodnota podniku při změně nákladů kapitálu a tempa růstu

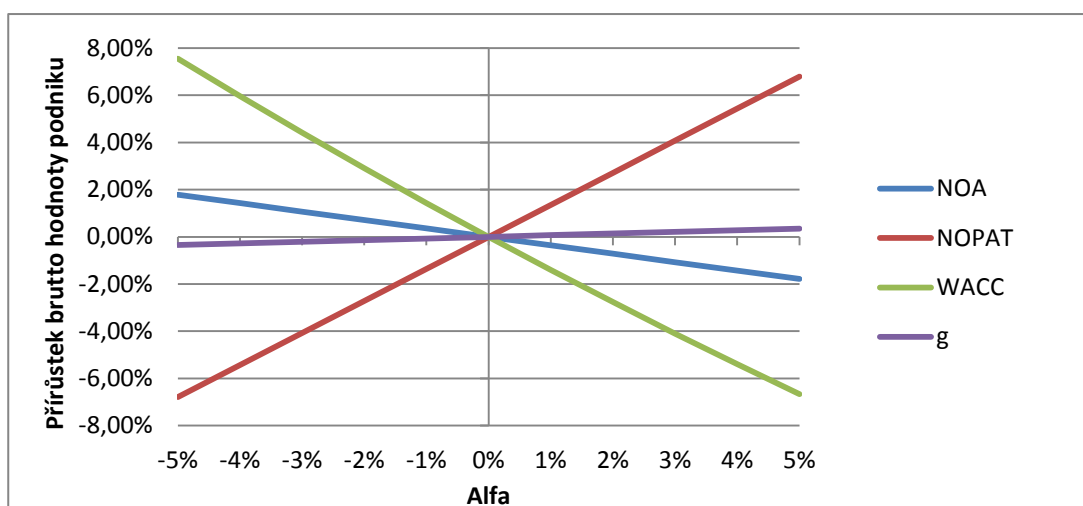
	WACC		Tempo růstu g	
Alfa	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna	Brutto hodnota podniku (tis. Kč)	Relativní změna
5 %	117 921	-6,67 %	126 788	0,35 %
4 %	119 526	-5,40 %	126 699	0,28 %
3 %	121 169	-4,10 %	126 610	0,21 %
2 %	122 853	-2,77 %	126 522	0,14 %
1 %	124 578	-1,40 %	126 434	0,07 %
0 %	126 347	0,00 %	126 347	0,00 %
-1 %	128 159	1,43 %	126 259	-0,07 %
-2 %	130 019	2,91 %	126 173	-0,14 %
-3 %	131 926	4,42 %	126 086	-0,21 %

-4 %	133 883	5,97 %	126 000	-0,27 %
-5 %	135 893	7,56 %	125 914	-0,34 %

V Tab. 4.15 je uveden vliv nákladů kapitálu *WACC* a tempa růstu *g*. Větší vliv na výslednou hodnotu společnosti přitom mají náklady kapitálu, jejichž zvýšení o 5 % vyvolá změnu hodnoty podniku o -6,67 %, snížení *WACC* o stejné procento naopak povede k růstu hodnoty společnosti, a sice o 7,56 %. Mezi náklady kapitálu a hodnotou společnosti vyčíslenou pomocí metody *EVA-Entity* tak existuje inverzní vztah.

Tempo růstu působí naopak pozitivně na hodnotu firmy. Pokud dojde k jeho vzrůstu o 5 %, brutto hodnota podniku se zvýší na 126 788 tis. Kč, v relativním vyjádření celkem o 0,35 % oproti výchozí hodnotě. Pokles tempa růstu o 5 % pak povede k poklesu hodnoty společnosti na 125 914 tis. Kč.

Graf 4.2 Citlivost hodnoty podniku na vybrané faktory - *EVA-Entity*



4.4.2 Komparace a zhodnocení výsledků

Hodnota podniku byla stanovena na základě použití dvou výnosových metod, přičemž se jednalo o metodu *DCF-Entity* a *EVA-Entity*. Přitom platí, že by mělo být dosaženo shodných výsledků. Předpokladem je však použití stejných nákladů kapitálu, čistých operačních aktiv *NOA* a čistého provozního zisku po zdanění *NOPAT*. Tyto tři základní podmínky byly dodrženy, a tudíž vyčíslená hodnota podniku byla opravdu stejná pro obě metody. Brutto hodnota podniku Nekupto s.r.o. dle metody *DCF-Entity* i *EVA-Entity* byla stanovena ve výši 126 347 tis. Kč. Odečtem úročeného cizího kapitálu, který k datu ocenění činil 48 237 tis. Kč, a následným přičtením neprovozního majetku, jehož účetní hodnota

k datu ocenění činila 8 172 tis. Kč, byla stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti. Tato byla vyčíslena ve výši 86 281 tis. Kč pro obě metody. Komparace obou metod společně s účetní hodnotou je uvedena v Tab. 4.16. Účetní hodnota je stanovena jako rozdíl mezi celkovými aktivy podniku ke dni ocenění a výši úročeného cizího kapitálu.

Tab. 4.16 Komparace vybraných metod

Účetní hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	72 240
Hodnota vlastního kapitálu dle DCF-Entity (tis. Kč)	86 281
Hodnota vlastního kapitálu dle EVA-Entity (tis. Kč)	86 281

V porovnání s účetní hodnotou je hodnota vlastního kapitálu zjištěná pomocí výnosových metod vyšší o 14 041 tis. Kč. Důvodem je fakt, že v rámci účetní metody je vycházeno z historických cen, které nereflektují tržní prostředí. Naproti tomu výnosové metody staví na předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, tzn. není vycházeno pouze z minulých dat, nýbrž je brán v potaz rovněž budoucí výnosový potenciál podniku. Hodnotu vlastního kapitálu zjištěnou pomocí metody *DCF-Entity* a *EVA-Entity* tak lze považovat za přesnější a lépe odrážející tržní podmínky.

Závěrem byla provedena citlivostní analýza pro obě metody. Přitom bylo zjištěno, že pokud bude docházet ke změně shodných veličin, tzn. výše *NOA*, *NOPAT* či nákladů kapitálu, dopad na změnu brutto hodnoty společnosti bude stejný. Největší vliv na hodnotu podniku má výše provozního operačního zisku po zdanění, přičemž tento vliv je pozitivní. Pokud *NOPAT* poroste, bude růst i celková hodnota podniku. Dalším významným faktorem jsou celkové náklady kapitálu, tyto však působí na hodnotu společnosti inverzně, s jejich růstem hodnota klesá a s poklesem roste. Negativně na růst hodnoty působí rovněž růst čistého pracovního kapitálu a investic. Pozitivní vliv na růst hodnoty podniku má také růst odpisů či tempa růstu pro druhou fázi.

5. Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Nekupto s.r.o. k 1. 1. 2016 s využitím dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků *DCF-Entity* a dvoufázové metody ekonomické přidané hodnoty *EVA-Entity*, které patří do skupiny výnosových metod. První fáze přitom trvala od roku 2016 do roku 2019 a odpovídala tak době, na kterou má společnost sestaven dlouhodobý finanční plán. Druhá fáze pak bude pokračovat od roku 2020 donekonečna. Ocenění vycházelo z podnětu vlastníka společnosti, přičemž hlavním důvodem bylo zjištění pravděpodobné prodejní ceny v případě, že by v budoucnu zvažoval jeho prodej.

Práce byla mimo úvod a závěr rozdělena do tří stěžejních kapitol. První z nich byla věnována problematice oceňování podniku. Nejdříve byly vysvětleny základní pojmy, tzn. vymezení podniku jakožto předmětu ocenění či popis jednotlivých kategorií hodnoty. Velkou část kapitoly přitom tvořil popis postupu oceňování. V rámci strategické analýzy, která vycházela z posouzení vývoje hlavních makroekonomických veličin i konkurenčního prostředí, došlo k vyčíslení průměrného tempa růstu pro následující čtyři roky plánu, a sice ve výši 10,94 %. Z finanční analýzy vyplynulo, že podnik je orientován zejména na oběžná aktiva, k rozsáhlejším investicím do dlouhodobého majetku, financovaných především cizím kapitálem, docházelo až v pozdějších letech. V posledních letech se společnost v důsledku růstu tržeb i provozního zisku vyznačuje rostoucí rentabilitou. Přestože podstatnou část pasiv tvoří cizí zdroje, především pak bankovní úvěry a výpomoci, podniku se tyto doposud daří splácet a v posledních letech rovněž dochází k pozvolnému poklesu celkové zadluženosti. Problémy s likviditou společnost v současnosti nemá. Finanční situace podniku byla hodnocena i pomocí souhrnných modelů, a to indexu *IN05* a *Z-Score* modelu. Dle výsledků obou modelů byl podnik v posledních letech zařazen mezi podniky v tzv. šedé zóně, u nichž nelze jednoznačně říci, zda u nich mohou nastat v budoucnu problémy. Nicméně v roce 2015 se hodnoty zjištěné dle obou modelů začaly přibližovat hranici pro finančně zdravé společnosti, tudíž byl vysloven předpoklad v pokračování tohoto žádoucího trendu. Poté, co mohl být podnik na základě výsledků finanční analýzy označen za finančně stabilní s předpokladem trvání do nekonečna, bylo možno přejít k sestavení finančního plánu. Tento vycházel z prognózy tržeb a provozní ziskové marže, čistého pracovního kapitálu a plánu investic, vše doplněné o plán financování.

V poslední kapitole došlo nejprve k vyčíslení celkových nákladů kapitálu *WACC* pro první i druhou fázi. Byla přitom použita stavebnicová metoda, kterou pro své výpočty využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Následně byla propočtena výše čistých operačních aktiv *NOA* a čistého operačního zisku po zdanění *NOPAT*, které byly použity jako vstupní veličiny pro stanovení hodnoty metodou *DCF-Entity* i *EVA-Entity*. V důsledku použití těchto shodných veličin pro obě metody došlo k rovnosti hodnoty zjištěné oběma přístupy. Brutto hodnota společnosti Nekupto s.r.o. tak byla k 1. 1. 2016 stanovena ve výši 126 347 tis. Kč, hodnota vlastního kapitálu pak ve výši 86 281 tis. Kč. Ve srovnání s účetní hodnotou je hodnota vlastního kapitálu podniku za použití výnosových metod vyšší o 14 041 tis. Kč. Výnosové metody jsou považovány za spolehlivější, jelikož odráží tržní podmínky a vychází z budoucího výnosového potenciálu podniku. Oproti tomu účetní metody vychází z historických dat, jejich výpočet je sice mnohem rychlejší a jednodušší, nevýhodou je však jejich malá vypovídací schopnost. V rámci citlivostní analýzy, která byla provedena u obou použitých výnosových metod, se ukázalo, že největší vliv na hodnotu společnosti má v obou případech výše *NOPAT* a celkových nákladů kapitálu. Mezi *NOPAT* a hodnotou podniku však byl zjištěn pozitivní vztah, zatímco mezi náklady kapitálu *WACC* a hodnotou podniku vztah inverzní. Při 5% vzrůstu *NOPAT* tak dojde k nárůstu celkové hodnoty společnosti o 6,79 %, zvýšení nákladů kapitálu o stejnou hodnotu však vyvolá pokles hodnoty společnosti o 6,67 %.

Seznam použité literatury

Odborné publikace

- [1] COPELAND, T. E., T. KOLLER a J. MURRIN. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 576 s. ISBN 0-471-36190-9.
- [2] DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2011. 738 s. ISBN 978-0-470-38464-0.
- [3] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 978-04-71751-21-2.
- [4] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [5] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Ostrava: VŠB - Technická univerzita Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 137 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [8] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [9] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [10] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

- [11] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [12] PETŘÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 736 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- [13] ZMEŠKAL, Z., D. DLUHOŠOVÁ a T. TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

Elektronické a ostatní dokumenty

- [1] ALBI ČESKÁ REPUBLIKA, a.s. *ALBI Česká republika, a.s.* [online] © 2016 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: <http://www.albi.cz/uvod/>
- [2] ALVARAK GROUP a.s. *Alvarak Group a.s.* [online] © 2016 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: <http://www.alvarak.cz/index.php>
- [3] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online] © 2003 - 2016 [cit. 2016-02-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html?cnb_css=true
- [4] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD systém časových řad* [online] © 2003 - 2009 [cit. 2016-02-12]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>
- [5] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online] © 2015 [cit. 2016-02-10]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- [6] DELOITTE. *Česká ekonomika by měla v následujících letech udržet růst* [online] © 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/cze-ceska-ekonomika-by-mela-udrzet-rust.html>
- [7] DITIPO, a.s. *Ditipo, a.s.* [online] © 2016 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: <http://www.ditipo.cz/>

- [8] FINANČNÍ ANALÝZA FIRMY. *Použité bankrotní a bonitní modely*. [online] © 2000 - 2016 [cit. 2016-02-26]. Dostupné z: <http://www.finanalysis.cz/pouzite-bankrotni-modely.html>
- [9] MINISTERTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky* [online] © 2005 [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>
- [10] NEKUPTO s.r.o. *Nekupto s.r.o.* [online] © 1991 - 2016 [cit. 2016-02-02]. Dostupné z: <http://www.nekupto.cz>
- [11] OFICIÁLNÍ SERVER ČESKÉHO SOUDNICTVÍ JUSTICE.CZ. *Sbírka listin společnosti Nekupto s.r.o.* [online] © 2012 - 2015 [cit. 2016-02-02]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=567589>
- [12] OFICIÁLNÍ SERVER ČESKÉHO SOUDNICTVÍ JUSTICE.CZ. *Veřejný rejstřík vybraných společností* [online] © 2012 - 2015 [cit. 2016-03-04]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
- [13] PATRIA ONLINE. *Dluhopisy online - Státní dluhopisy ČR* [online]. 1997 - 2016 [cit. 2016-03-03]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/govcz/dluhopisy.html>
- [14] STIL TRADE s.r.o. *Stil trade s.r.o.* [online] © 2014 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: <http://www.stil.cz/>
- [15] Zákon č. 89/2012 Sb., *občanský zákoník*.

Seznam zkratk

A	aktiva
APM	arbitrážní model oceňování
APV	Adjusted Present Value
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CKkr.	cizí kapitál krátkodobý
CPI	index spotřebitelských cen
CZ	cizí zdroje
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČZ	čistý zisk
D	úročený cizí kapitál
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DO	doba obratu
DPH	daň z přidané hodnoty
E	vlastní kapitál
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota

EVS	Evropské oceňovací standardy
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
KFM	krátkodobý finanční majetek
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	krátkodobé závazky
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MM	M. Miller a F. Modigliani
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
MVA	tržní přidaná hodnota
NOA	čistá operační aktiva
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
NZ	nerozdělený zisk
OA	oběžná aktiva
Obr.	obrázek
PH	pokračující hodnota
PK	pracovní kapitál
PP	peněžní prostředky
PPI	index cen výrobců
PZM	provozní zisková marže
R	náklady kapitálu
R_1	náklady kapitálu pro první fázi
R_2	náklady kapitálu pro druhou fázi
R_D	náklady cizího kapitálu
R_E	náklady vlastního kapitálu
R_F	bezriziková sazba

R_{finstab}	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R_{finstr}	riziková přírážka za zadluženost
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
R_p	riziková přírážka
$R_{\text{podnikatelské}}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
RT	relevantní trh
SA	stálá aktiva
Sb.	sbírky
S^C	čerpání úvěrů v daném roce
SPZP	sociální a zdravotní pojištění
S^S	splátky úvěrů v daném roce
T	tržby
Tab.	tabulka
TP	tržní podíl
TS	daňový štít
U	nákladové úroky
UM	úroková míra
V	hodnota podniku
VH	výsledek hospodaření
VHBÚO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné náklady kapitálu
$WACC_L$	průměrné náklady kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	průměrné náklady kapitálu nezadlužené firmy
Z	hrubý zisk

ZC	zůstatková cena
ZK	základní kapitál
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β_{Ej}	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru
β_L	beta koeficient zadlužené firmy
β_U	beta koeficient nezadlužené firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. - autorský zákon, zejména § 35 - užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 - školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 22.4.2016



Bc. Martina Zbončaková

Seznam příloh

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Nekupto s.r.o. za období 2010 - 2015

Příloha č. 2: Výkaz zisků a ztrát společnosti Nekupto s.r.o. za období 2010 - 2015

Příloha č. 3: Horizontální analýza aktiv 2010 - 2015

Příloha č. 4: Horizontální analýza pasiv 2010 - 2015

Příloha č. 5: Vertikální analýza aktiv 2010 - 2015

Příloha č. 6: Vertikální analýza pasiv 2010 - 2015

Příloha č. 7: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát 2010 - 2015

Příloha č. 8: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát 2010 - 2015

Příloha č. 9: Plán výkazu zisků a ztrát ve zjednodušeném rozsahu 2016 -2019

Příloha č. 10: Plán výkazu cash-flow ve zjednodušeném rozsahu 2016 -2019

Příloha č. 11: Plánovaná rozvaha ve zjednodušeném rozsahu 2016 - 2019